

**ECONOMIA**

*Ecc. Chiar. Prof.  
P. Jannaccone*

RIVISTA DI ECONOMIA CORPORATIVA E DI SCIENZE SOCIALI

COLLANA DI MONOGRAFIE

IX.

---

LUIGI FABBRINI

# PROBLEMI MONETARI



FIRENZE

CASA EDITRICE DEL DOTT. CARLO CYA

Via dei Servi, 38

1941-XIX

LABORATORIO DI  
ECONOMIA POLITICA  
SCOGRETTI DEMARTIS

Lascito

JANNACCONE

83



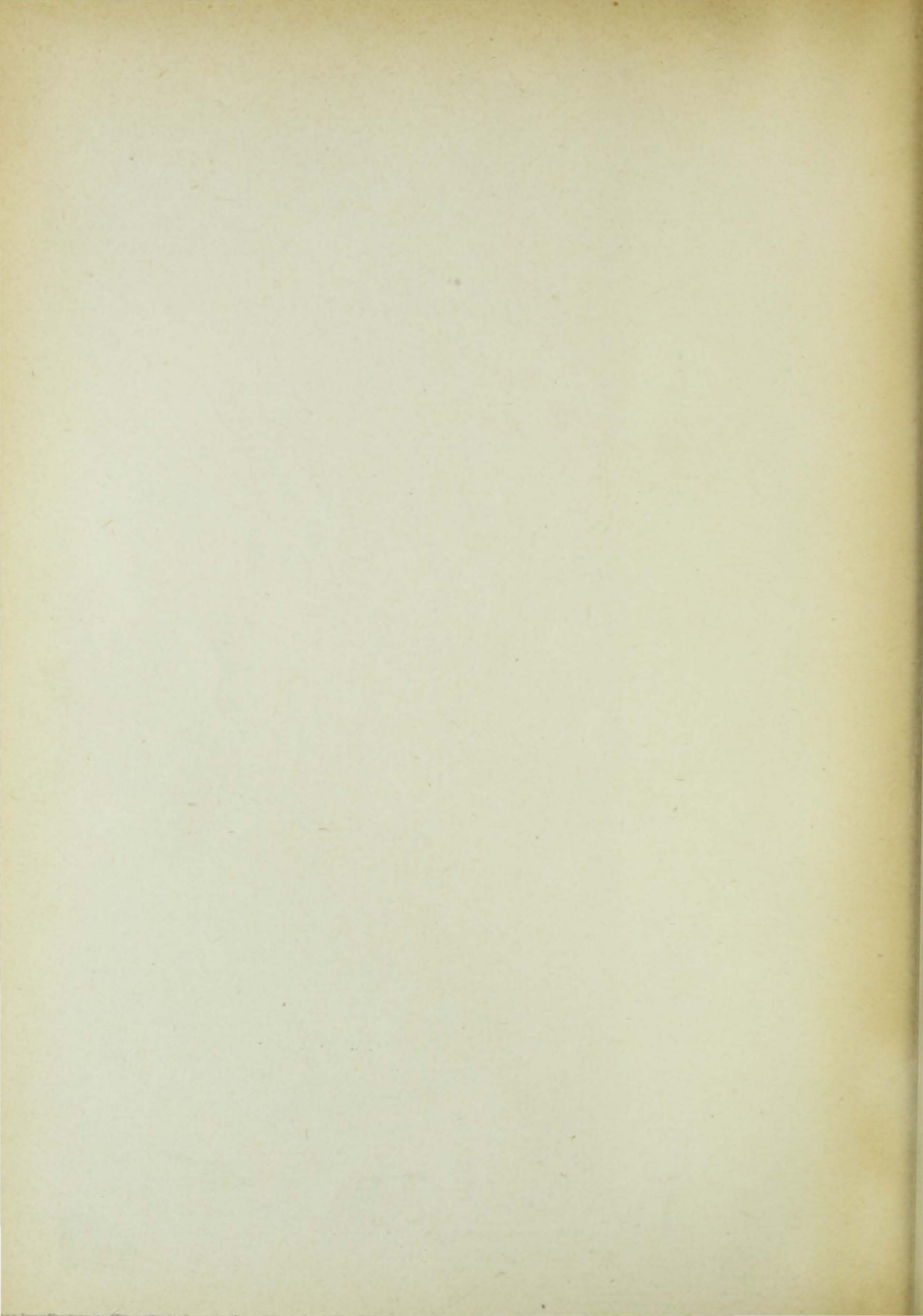
all' Ecc. e Chiar. Rep.

Pasquale Sannaloro

Con vivissima ammirazione

Luigi Talli.

Fiume - Aprile '41





LASC. J. 83

# ECONOMIA

RIVISTA DI ECONOMIA CORPORATIVA E DI SCIENZE SOCIALI

COLLANA DI MONOGRAFIE

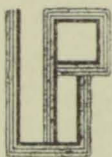
IX.

---

LUIGI FABBRINI

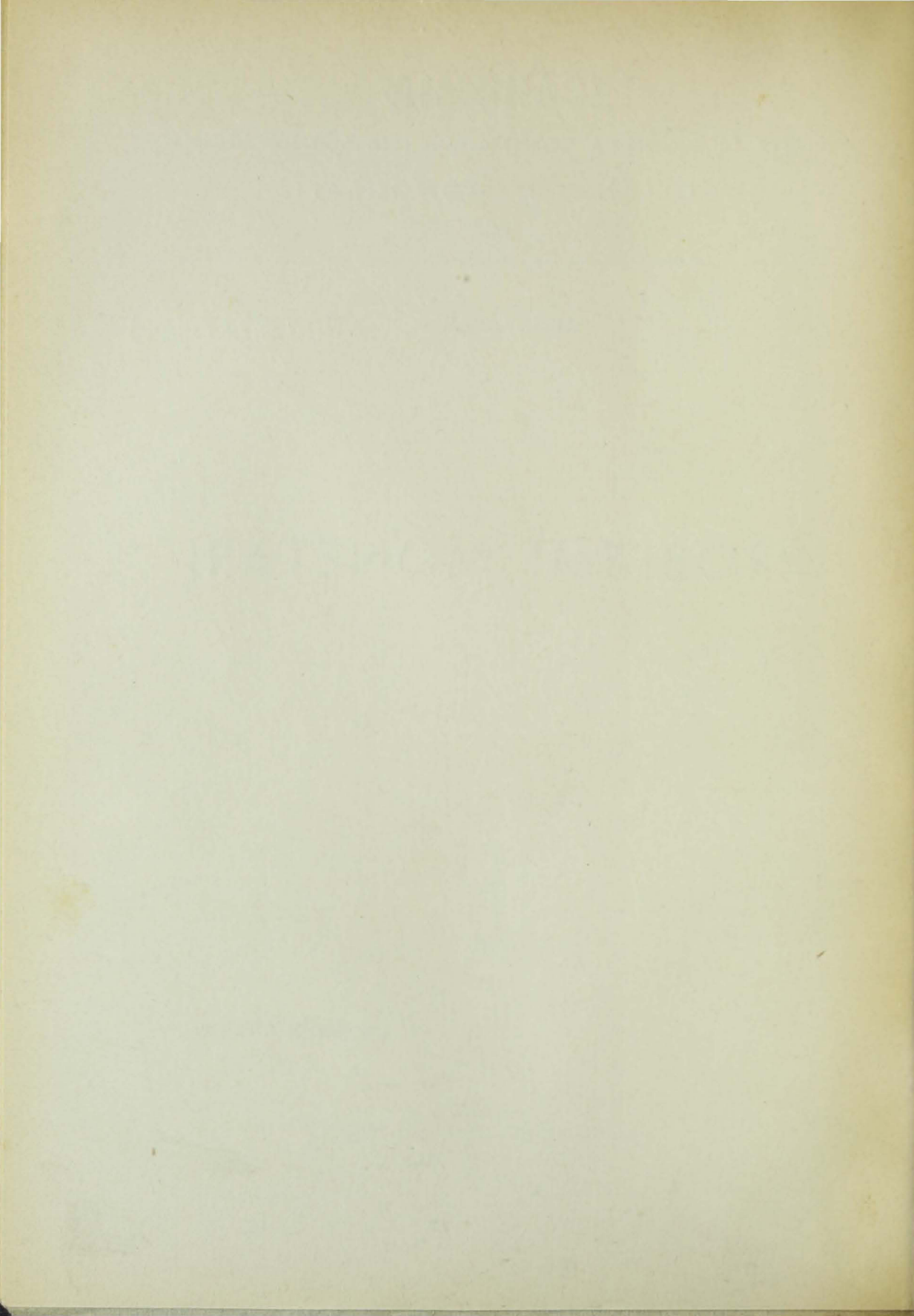
PUV 0260109

## PROBLEMI MONETARI



N.ro INVENTARIO 16302

FIRENZE  
CASA EDITRICE DEL DOTT. CARLO CYA  
Via dei Servi, 38  
1941 XIX





## La crisi della Sterlina (\*)

**SOMMARIO:** *La crisi della sterlina negli ultimi mesi del 1938; i provvedimenti del 6 gennaio c. a.; i provvedimenti del 6 gennaio nel quadro della « nuova politica monetaria » inglese; i « precedenti » nelle recenti cronache monetarie inglesi; l'incidenza di tali provvedimenti sull'economia inglese; l'incidenza dei movimenti dei capitali internazionali e dell'oro sulla situazione interna.*

**Prospetti:** *a) i cambi a Londra nel 1938; b) le riserve auree dell'Inghilterra, 1931-39; c) importazioni-esportazioni di oro dall'Inghilterra, agosto-dicembre 1938; d) estratto delle « situazioni » della Banca d'Inghilterra, 1932-39; e) il debito flottante inglese alla data 31 dicembre 1931 e 1938; f) estratto dei « bilanci » delle nove banche del « clearing » di Londra alla data 31 dicembre 1931 e 1937.*

1. — La crisi della sterlina negli ultimi due giorni del 1938 e nella prima settimana del nuovo anno figura al primo posto delle cronache monetarie. Le vicende della sterlina interessano infatti non solo quei Paesi formanti dal 1931-32 la cosiddetta « area della sterlina » — ai quali oggi qualcuno aggiunge anche l'Olanda — ma anche tutte le principali Nazioni, industriali ed esportatrici, per le quali un forte, prolungato ribasso della sterlina potrebbe significare la perdita di mercati esteri a profitto delle industrie inglesi. È ovvio perciò l'interesse che vi può avere, per esempio, la Germania; per quel che riguarda gli Stati Uniti, basti dire che, se oggi vi è un'ombra di sfiducia nel dollaro, che fa preferire ad esso l'oro come mezzo di tesoreggiamento e trattiene qualche capitale errante dal rifugiarsi oltre oceano, è molto per la paura che, di fronte ad una ulteriore svalutazione della sterlina, il Governo americano sia indotto a svalutare anche il dollaro onde non veder troppo danneggiato il suo commercio d'esportazione.

---

(\*) Pubblicato in *Economia*, gennaio 1939, pag. 27.

Come si può vedere dal prospetto riportato alla fine di questo studio, la sterlina cominciò il 1938 molto bene; il cambio col dollaro a 5,00 era lusinghiero e le Autorità inglesi parevano tanto tranquille che venne tolto nel febbraio il divieto al lancio sul mercato londinese dei prestiti implicanti il trasferimento di capitali all'estero (« embargo on issues of capital for transfer abroad », più brevemente, « on foreign loans »), divieto che sussisteva ancora malgrado la grande crisi della sterlina fosse ormai superata da vari anni.

Se la sterlina si trovava a quell'alto livello rispetto al dollaro ed alle altre monete, non era però tanto per virtù della solida posizione, sotto tutti i punti di vista, monetaria dell'Inghilterra — chè in verità tutti ben sapevano che Londra, piena di capitali esteri in cerca di rifugio, era più debitrice che mai « a corto termine » e che presto o tardi il problema della restituzione di questi capitali si sarebbe presentato — ma perchè il flusso dei capitali internazionali erranti (l'« hot money ») si manteneva, ancora all'inizio del 1938, particolarmente favorevole a Londra.

Fu, nel marzo, la crisi politica europea determinata dagli eventi austriaci, che per prima stornò il flusso di quei capitali da Londra ed iniziò quella *fuga di capitali (oro) dall'Europa*, che, più lenta o momentaneamente sospesa in certi mesi, in altri (Settembre-Ottobre) addirittura frenetica, neppure Monaco è riuscito a fare cessare e che costituisce la caratteristica principale con cui l'anno 1938 verrà ricordato nelle cronache monetarie.

In una simile crisi è evidentemente la sterlina la moneta sottoposta alla più severa pressione; Londra risente allora gli svantaggi connessi alla sua posizione di « banchiere del mondo » e di centro della « sterling-area », svantaggi che sono compensati però dai molteplici vantaggi che tale posizione offre in tempi normali. Per i Paesi scandinavi o le altre Nazioni dell'« area della sterlina » che sono solite tenere un saldo attivo su Londra, o per le Nazioni alle quali appartengono quei privati tesoreggiatori, banchieri, società d'assicurazione ed altri enti, che col tempo hanno esportato capitali ed accumulato forti « depositi » in Londra, una fuga di capitali oltre oceano può non significare gran cosa: altro che i propri cittadini sono ora in possesso di dollari anzichè di sterline; per il Fondo di stabilizzazione dei cambi inglese, una fuga di capitali europei oltre oceano significa sterline in massa buttate improvvisamente sul mercato, una domanda enorme di dollari e di oro da soddisfare. La pressione improvvisa sulla sterlina, pressione che, per quel che abbiamo detto, è sempre grave, più grave



che per qualsiasi altra moneta, eccita a sua volta la « speculazione » e non solo in Inghilterra. In Svezia, in Norvegia, negli altri paesi dell'orbita della sterlina si specula sul rialzo del dollaro: e poichè in nessuno di essi vi è un buon mercato interno di dollari e poichè d'altra parte i legami molto stretti tra la propria moneta e la sterlina danno sufficiente sicurezza (1), dalla Scandinavia e da altre parti ancora gli speculatori si avventurano sul mercato di Londra: chiedono dollari offrendo le loro divise; le loro Banche Centrali vedranno falciato il « saldo attivo » su Londra; ma è il Fondo di stabilizzazione inglese, in definitiva, che dovrà tener testa a tutti questi speculatori che puntano sul rialzo del dollaro e dell'oro. Al momento opportuno, è vero, essi venderanno i loro dollari o il loro oro e li convertiranno in sterline per potere più facilmente portare a casa i loro guadagni: ma intanto la pressione sulla sterlina è momentaneamente ingigantita e più pericolosa.

Questa prima crisi venne tuttavia facilmente superata: il lieto compimento dell'Anchluss ed il ristagno di *Wall Strett* fecero anzi riaffluire a Londra alcuni capitali americani.

Dopo la crisi del marzo, il secondo colpo alla sterlina fu dato dallo sforzo, coronato da un relativo successo, di Daladier per salvare l'economia francese ed il franco dalla situazione fallimentare in cui si trovavano da ormai troppo tempo. La fermezza del franco dopo l'ultima definitiva svalutazione del 5 maggio e la fiducia nel nuovo Governo richiamarono in patria molti di quei capitali che negli anni di crisi avevano trovato rifugio presso le banche londinesi: questo portò ad una nuova perdita di oro, nel maggio, da parte del Fondo inglese; ma poichè capitali francesi venivano richiamati anche dagli Stati Uniti, per cui anche il dollaro era contemporaneamente sotto pressione, il cambio base « dollaro-sterlina » oscilla di poco.

Press'a poco questa stessa successione di fatti si ripete nel secondo semestre dell'anno; ma su scala molto maggiore e con l'aggiunta molto importante che ora, di fronte ad una economia inglese disorientata ed inquieta, negli Stati Uniti si delinea una ripresa e *Wall Strett* si anima orientandosi decisamente « al rialzo ».

---

(1) Sicurezza che una volta azzardatisi sul mercato londinese, convertita la moneta nazionale in sterline, una svalutazione della sterlina non seguita da quella della moneta nazionale, non spezzerà i ponti alle proprie spalle impedendo il ritorno, cioè la successiva conversione delle sterline in moneta nazionale senza gravi perdite.

Quattro fattori principali regolano infatti nel 1938 l'andamento dei cambi, i movimenti internazionali dell'oro e dei capitali: primo, di gran lunga il più importante di tutti, una forza eminentemente psicologica, derivante dalla valutazione della situazione politica europea che predomina nel mondo degli affari nei successivi momenti; seguono, a gran distanza, altri tre fattori — fattori che pur avendo una certa base obiettiva nell'andamento della situazione economica traggono però anch'essi gran parte della loro forza da moventi *eminente-mente psicologici*, da « previsioni » più che dalla « realtà » effettiva —: 1) la situazione interna francese; 2) la situazione interna americana, particolarmente l'andamento di Wall Strett; 3) la situazione interna inglese.

L'aggravarsi della situazione politica europea ha portato l'indebolirsi delle monete europee, particolarmente della sterlina e del franco, in favore del dollaro: il suo miglioramento ha visto invece rafforzarsi le monete europee. Come fattore secondario, completamente subordinato al precedente, ha influito la situazione economica interna dei vari paesi, e nel caso dell'America, quella particolare della borsa americana: quando le condizioni in Francia migliorano la sterlina si flette per la perdita dei capitali francesi; quando Wall Strett si orienta al rialzo, la sterlina si piega perchè l'« hot money » corre a speculare a New York; l'inverso nel caso di malessere in Francia e di « ristagno » a Wall Strett. Wall Strett esercita una duplice ed opposta influenza: una ripresa a Wall Strett ha favorevoli effetti sulla borsa londinese ed i mercati europei in genere; però tende a deprimere i cambi della sterlina e del franco; quando la situazione alla borsa americana è oscura, essa esercita un effetto deprimente sui mercati e sull'economia europea: ma in qualche modo giova alle monete europee poichè l'« hot money » corre a rifugiarsi nelle banche europee o ad investire in titoli europei che essa reputa più sicuri.

Tutto questo fu sperimentato nel secondo semestre del 1938. Per la sua straordinaria gravità la crisi politica europea relativa alla Cecoslovacchia ha determinato nel settembre una delle più eccezionali domande di dollari e di oro che si fosse mai finora vista, mettendo a dura prova la saldezza delle monete europee e più particolarmente della sterlina.

La fuga dei capitali oltre oceano ed il tesoreggiamento dell'oro che già erano principiati nei mesi precedenti, all'epoca delle false notizie della mobilitazione tedesca e più tardi per effetto del conflitto russo-giapponese e dell'annuncio delle manovre militari estive del



Reich, assunsero nel settembre proporzioni quali solo il pànico può provocare. I dati che la Tesoreria americana ha recentemente reso noti circa l'afflusso di capitali esteri negli Stati Uniti nel trimestre luglio-agosto-settembre sono impressionanti: in questo periodo l'afflusso netto di capitale estero negli Stati Uniti ammonta a 8 miliardi 546 milioni di lire: in una sola settimana (18-24 Settembre) raggiunge la cifra di 2 miliardi 879 milioni (2). È una vera e propria corsa ad accumulare e mettere al sicuro oltre oceano il più possibile di risorse liquide. L'Inghilterra è la più colpita: il movimento netto « from sterling into dollar bank balances » ammonta, sempre secondo i dati della Tesoreria degli Stati Uniti, a 2 miliardi 102 milioni di lire, gran parte dei quali rappresentano un trasferimento di capitale continentale precedentemente depositato a Londra. Per far fronte alla domanda di oro e di dollari, per sostenere alla meglio la sterlina (il cambio col dollaro cade tuttavia il 28 Settembre a 4,61, il cambio più basso da cinque anni) il Fondo di stabilizzazione deve continuamente buttare sul mercato dollari ed oro della propria riserva. Nel momento culminante della crisi neppure l'oro è più buono a sostenere il cambio, a soddisfare la domanda del mercato che, in preda al più vivo pànico, reclama una sola cosa: « *dollari* »; poichè da un lato il costo dell'assicurazione sui rischi di trasporto, salendo giorno per giorno per la minaccia di guerra, diminuisce sempre più la convenienza di spedire oro in America; dall'altro non vi è neppure più, in quest'ora di generale pessimismo, alcuna fiducia nell'utilità di tesoreggiare oro tenendolo in deposito a Londra, dato che si teme che il Governo inglese sia indotto a confiscarlo per far fronte alle necessità di guerra. L'oro tesoreggiato fino ad allora, nelle casseforti delle banche londinesi, anzi, viene fuori, ad aumentare la domanda di « *dollari* ».

L'oro dell'Europa è in moto: non solo dall'Inghilterra verso l'America, ma anche da vari paesi del continente, dal Bergio e dall'Olanda alla volta dell'Inghilterra od oltre oceano. La riserva aurea fugge dalle casseforti degli Stati sparpagliandosi: dal Continente in America od in Inghilterra; dall'Inghilterra oltre mare (3); il Fondo

---

(2) Per comodità del lettore, tutti i dati riportati sono stati tradotti in *lire italiane*, sulla base di 90 lire italiane per 1 lira sterlina, e 19 lire italiane per 1 dollaro U. S. A.

(3) Tutto questo oro che affluisce negli Stati Uniti a niente altro ivi serve se non ad aumentare ancora le già sovrabbondanti riserve auree di quel Paese. Le riserve delle banche aderenti al Federal Reserve System sono aumentate nel 1938 della somma formidabile di 39 miliardi e 500 milioni di lire: la quasi to-

inglese crea nuovi depositi nel Canada e nel Sud Africa dove l'oro di nuova produzione è fermato prima che sia imbarcato per l'Europa e lasciato in deposito presso le banche locali: fuga che non è altro, in fondo, se non il primo passo verso quella perdita dello stock di oro che, in caso di guerra, l'indebitamento nei confronti delle potenze neutrali o comunque più lontane, meno paralizzate ed in grado di continuare a produrre per tutti, renderebbe inevitabile (4).

Risolta a Monaco la crisi cecoslovacca, mentre non accenna ancora a finire la fuga di capitali da Londra oltre oceano, dove, oltre tutto, la rimarchevole attività di Wall Strett promette buoni guadagni, sorge per la sterlina una nuova causa di debolezza e di pericolo con la pubblicazione dei provvedimenti Reynaud, il fallimento dello sciopero generale e la rinata fiducia dei capitalisti francesi nelle sorti dell'economia del loro paese. Nel novembre molti capitali francesi ripassano la Manica, per quanto non vi sia segno di un trasferimento diretto di oro tra i due paesi. Preferendo le Autorità francesi convertire

---

talità (38 miliardi 500 milioni) è passata ad accrescere le « excess reserves ». Unico risultato quindi, le banche americane sono più liquide, ancora più liquide, più liquide che mai: l'offerta potenziale cresce sempre più, ma la domanda effettiva di credito rimane al suo basso livello. L'afflusso di parte di quest'oro è dovuto anche al forte saldo attivo della bilancia commerciale degli Stati Uniti, che nel 1937 solo fu, eccezionalmente, in pareggio: il saldo attivo nei primi dieci mesi del 1938 è stato circa 18 miliardi di lire; le importazioni di oro per lo stesso periodo sono però ben 29 miliardi e mezzo.

(4) I dati riguardanti le esportazioni ed importazioni di oro, da ed in Inghilterra, in questo periodo, sono riportati in un prospetto alla fine.

Normalmente la spedizione settimanale di oro dal Capo ammontava a circa 135 milioni: tra l'8 ed il 15 settembre essa è scesa a soli 32 milioni rimanendo fino alla fine dell'anno a quel basso livello. Dato che l'estrazione dell'oro non è affatto diminuita, si calcola che la differenza — circa 2 miliardi alla fine del 1938 — sia tenuta in deposito dall'Account presso la Banca del Sud Africa (cfr.: *The Gold reserves* in *Economist*, 7 gennaio 1939). Visto questo precedente, la « Reserve Bank of South Africa » stabiliva, nel novembre, speciali facilitazioni per il deposito nelle sue casseforti di oro da parte di banche centrali od altre autorità monetarie: esempio presto seguito dalle banche ordinarie sud-africane, le quali dall'inizio del dicembre tentano di facilitare ai tesoreggiatori privati, a mezzo delle loro filiali londinesi, il deposito di oro nel lontano Dominion. La procedura adottata non è tale però da garantire al loro nuovo « servizio » un forte successo: l'oro, infatti, viene dalle filiali depositato alla Banca d'Inghilterra, la quale a sua volta lo deposita a suo conto presso la « Reserve Bank » sud-africana: giro tortuoso, che rivelando la scarsa intenzione della Banca d'Inghilterra di disinteressarsi di tale oro, insospettisce ed allontana i tesoreggiatori.



le sterline cedute loro dai propri capitalisti *direttamente in dollari* (l'esperienza della crisi recente ammonisce) è nell'oro in partenza per l'America che si nascondono gli effetti del « drain » francese, come è sul cambio dollaro-sterlina, sceso nuovamente al « livello di crisi » — 4,61 — che si esercita la pressione maggiore.

A questo punto la situazione della sterlina può così sintetizzarsi: se la situazione politica europea (fattore sempre *decisivo*) si aggrava, cessa l'esodo di capitali verso la Francia, ma si accelera quello verso l'America; se la situazione politica europea migliora, diminuisce l'esodo verso l'America, ma aumenta quello verso la Francia: cioè, *in ogni caso Londra perde oro*. Il risultato di un simile stato di cose si vede nei cambi (la svalutazione della sterlina nei confronti delle altre divise, nei primi sei mesi dell'anno inferiore all'1%, è, alla fine del 1938, del 7% rispetto alla nostra lira, al marco ed al dollaro, del 6% rispetto al franco belga, del 5% rispetto al fiorino olandese ed al franco svizzero); si vede soprattutto nel continuo contrarsi della riserva del Fondo di stabilizzazione. E la crisi della sterlina che, più o meno avvertita od « ufficiale », durava ormai quasi da un anno, ha finito, negli ultimi giorni del 1938, per venire alla luce del sole. Utilizzati al massimo tutti i più svariati espedienti tecnici da parte del Fondo, grazie ai quali, con un po' di fortuna, il cambio dollaro-sterlina si è ben mantenuto per quasi tutto il dicembre, di fronte all'aggravarsi della tensione (entra in gioco il quarto fattore: le apprensioni riguardo alla situazione economica inglese, sulla quale l'annuncio, dato proprio in quei giorni, del forte deficit del bilancio nei primi nove mesi d'esercizio e delle perdite di oro subite nel periodo marzo-settembre dal Fondo di stabilizzazione, getta una cattiva luce) (5), di fronte all'accanimento della speculazione, ecco i primi provvedimenti ufficiali del Governo costretto ad intervenire in soccorso della pericolante moneta. Dopo la reimposizione del divieto del lancio sul mercato londi-

---

(5) Il deficit del bilancio rivelato dai dati ufficiali del Cancelliere dello Scacchiere, è stato nei primi nove mesi dell'esercizio 1938-39: 22 miliardi e 460 milioni; aggiungendo la prima quota del Prestito della Difesa coperta in questo periodo, si ha un deficit « effettivo » di circa 24 miliardi.

Le perdite di oro dell'Accontt (v. prospetto alla fine) a tutto settembre sono state rivelate il 31 dicembre. Dal giugno 1937, da quando cioè si è deciso di renderla di pubblica ragione, il Governo rivela la consistenza dell'oro del Fondo due volte all'anno: il 30 giugno ed il 31 dicembre, riferendosi inoltre all'incasso esistente rispettivamente il 31 marzo ed il 30 settembre precedente.

nese di prestiti esteri, provvedimento di scarsa portata (6), e dopo un primo semi-ufficiale avvertimento alle banche di non favorire la speculazione sull'oro e sulle divise, il 5 gennaio c. a. « a richiesta della Tesoreria », la Banca d'Inghilterra ha chiesto ufficialmente alle banche ed al mercato dell'oro di porre di nuovo « the ban on speculative exchange transactions, forward dealings in gold, and bank advances against gold », cioè il bando contro le operazioni, puramente speculative, sulle divise e sull'oro (7).

A questo provvedimento, di difficile applicazione e per tanto di non sicura efficacia, seguiva il giorno dopo — 6 gennaio c. a. — un altro ben più grave e per la sua eccezionale importanza completamente inaspettato: la Banca d'Inghilterra vendeva 18 miliardi di oro al Fondo di stabilizzazione, stimando l'oro in base al prezzo « ufficiale » della Banca, che è quello del vecchio statuto, pari a circa 31 miliardi 500 milioni di lire, al prezzo effettivo di mercato. Contemporaneamente il limite massimo dell'emissione fiduciaria (dell'emissione che vien coperta non da oro ma da titoli di Stato) dei biglietti della Banca d'Inghilterra veniva portato a 36 miliardi di lire con un aumento del 100 per cento rispetto a quello in vigore l'anno precedente.

Passato il primo momento di pánico tra gli speculatori al ribasso, tale provvedimento facendo risaltare, per la sua stessa gravità, la gravità della crisi della sterlina, ha costituito in definitiva un ulteriore elemento di debolezza della sterlina, e la fuga di capitali oltre oceano, la conversione delle divise inglesi in dollari da parte delle Autorità francesi, è continuata con nuovo vigore, a malgrado dell'accordo Tripartito. (Va notato a questo proposito che col 1938 si è compiuto un ciclo completo nei rapporti monetari anglo-francesi: nel 1931 le Autorità e tutti gli economisti inglesi recriminavano contro la politica

---

(6) Nel 1938, malgrado tale divieto fosse stato allentato, le sottoscrizioni di prestiti esteri sul mercato di Londra non mostrano alcuna tendenza all'aumento in confronto agli anni precedenti, e sono addirittura insignificanti di fronte all'esodo di capitale per altre ragioni.

(7) Il controllo è lasciato ad un Comitato speciale (Foreign Exchange Committee) di cui fanno parte rappresentanti di tutti gli istituti che operano sul mercato londinese (il Comitato è stato allargato fino ad avere questa rappresentanza totalitaria, dopo la non buona esperienza del 1935, quando il divieto venne applicato in favore del franco francese): una specie di autodisciplina delle categorie interessate. La difficoltà consiste, più che nell'ottenere il rispetto di queste disposizioni, nel determinare con precisione quali sono le operazioni a carattere speculativo. Allo scopo di fissare norme precise al riguardo il Comitato si è riunito, dopo il 6 gennaio, varie volte.



monetaria francese (la cosiddetta politica « di tesoreggiamento dell'oro »); all'inizio del 1938 è invece il Rist che addita nella politica monetaria inglese e nel concentramento di oro nelle casseforti inglesi uno dei mali più gravi da cui sia afflitto il mondo (3); ora è di nuovo la volta degli inglesi di lamentarsi contro la non amichevole attitudine delle Autorità monetarie francesi ed il loro disinteresse per i vitali problemi monetari internazionali). Il Fondo è anche dopo il 6 gennaio costretto ad intervenire ripetutamente sul mercato in difesa della sterlina, subendo nuove perdite di oro.

Le risorse oggi in suo possesso sono considerate però, all'opposto di quelle della Banca d'Inghilterra nel 1931, più che sufficienti a coprire il ritiro anche totale dei capitali esteri ancora rimasti a Londra. D'altra parte, in base all'accordo tripartito, i Governi americano, francese, belga, olandese, svizzero e le loro banche centrali, collaborano oggi, su richiesta della Tesoreria inglese, al puntellamento della sterlina frenando la speculazione sulle divise e sull'oro nei rispettivi territori. Più che al ritiro dei capitali francesi, la sorte della sterlina e quella dell'oro dell'Exchange Eq. Account restano legate alla situazione politica europea, il cui peggioramento, come del resto quello della situazione economica interna, potrebbe causare una più generale fuga di capitali propriamente inglesi. « Le ragioni basilari della debolezza della sterlina devono essere cercate nella politica internazionale — quanto dire che esse rimangono e continueranno a rimanere in futuro » — notava giustamente l'Economist nell'ottobre scorso (*The outlook for Sterling*, Econ. 22 ottobre 1938): asserzione confermata anche dagli eventi di questi giorni in cui si è visto coincidere la più forte pressione sulla sterlina con il messaggio poco rassicurante di Roosevelt o con le voci di difficoltà durante i colloqui di Roma o con altre simili voci. E per consolare i propri lettori l'Economist non trova di meglio che dire: « Se però il 1939 sarà un'annata politicamente peggiore del 1938, allora la questione delle nostre riserve sarà lontana dall'essere il più importante problema di cui avremo da occuparci » (*The Gold Reserve*, Econ. 7 gennaio c. a.).

\* \* \*

Il motivo degli importanti provvedimenti del 6 gennaio è facile a indovinarsi: secondo i dati ufficiali, il Fondo di stabilizzazione aveva

---

(3) Vedi C. RIST: *Avant-Propos à La France économique en 1937*; « *Revue d'Economie Politique* », maggio-giugno 1938.



perduto, dal 31 marzo al 30 settembre, più di 13 miliardi di oro e non ne aveva a tale data altro che 13 e  $\frac{1}{2}$ . Anche dopo il 30 settembre il Fondo ha continuato a perdere oro, parte esportato oltre oceano, parte tesoreggiato all'interno: calcoli prudenti dell'Economist e del Financial News stimavano che alla fine del 1938 l'Account avesse solo 7 miliardi di oro. Una cessione di oro da parte della Banca d'Inghilterra al Fondo, per rinsanguarne le riserve, era quindi attesa negli ambienti della City; quello che non era affatto immaginato era l'importanza del trasferimento che la Banca ha fatto il 6 gennaio.

Le Autorità inglesi hanno forse voluto impressionare gli speculatori e l'opinione pubblica mondiale mostrando la grandezza delle risorse su cui il Fondo poteva contare, risorse che dopo questo trasferimento dovrebbero esser risalite a circa 39 miliardi di lire: in realtà, effettuato in un momento di tensione, questo gesto ha aumentato la sfiducia nella sterlina.

In che cosa consistono con precisione questi provvedimenti? — La Banca d'Inghilterra, anzi per esser più precisi, l'« Issue Department » della Banca (la Banca d'Inghilterra è divisa in due grandi Dipartimenti: « dipartimento d'emissione », il quale si preoccupa solo dell'emissione dei biglietti della banca, in base a rigidissimi principi — principi dell'800 — impostigli da Leggi rigorosissime; « dipartimento bancario », il quale, con la più completa libertà, manipola e dirige, con « criteri '900 », quella parte della moneta del Paese che oggi veramente è importante, la moneta bancaria, il credito) — il Dipartimento d'Emissione, dunque, cede al Fondo 47.059,193 oncie di oro che il Fondo gli paga con 18 miliardi 141 mila lire circa di « buoni del Tesoro », con parte cioè di quei « buoni » di cui il Fondo fu dotato dallo Stato al momento della sua costituzione e a varie altre riprese.

Quest'oro il Fondo l'ha avuto ad un prezzo eccezionale, che solo la « vecchia signora » — « The Old Lady » — com'è chiamata a volte la Banca d'Inghilterra, fedele al defunto valore aureo della sterlina, continua a praticare: 35 scellini l'oncia; mentre oggi il prezzo di mercato è 140-150 scellini. Il Fondo realizza così un guadagno di ben 13 miliardi e  $\frac{1}{2}$  commerciando con la « vecchia signora » e ottiene un aumento complessivo delle sue risorse auree di 31 miliardi e  $\frac{1}{2}$  di lire.

L'« Issue Department » si trova in imbarazzo. Quest'oro che gli hanno detto di cedere al Fondo serviva a garantire i biglietti che ha emesso e che si trovano ora in circolazione o, in piccola parte, presso

l'altro Dipartimento; le norme che regolano l'emissione dei biglietti parlano chiaro: il Dipartimento d'emissione può emettere biglietti fino alla cifra di 18 miliardi con semplice copertura di titoli di Stato (emissione fiduciaria), ma ogni sterlina in più di tale cifra deve essere coperta al 100 per cento da oro: norme severissime che sono giustamente l'orgoglio degli inglesi. La « vecchia signora » confida i suoi guai ai signori della Tesoreria di Stato e viene subito rincuorata: non c'è da preoccuparsi: l'oro non basta più a coprire tutti i biglietti che sono in circolazione? Ebbene, il Governo porterà subito con suo decreto a 36 miliardi il volume dei biglietti che possono esser coperti da titoli di Stato (« benone — avrà detto la « vecchia signora » — giusto ora i signori del Fondo mi hanno dato degli altri di quei pezzi di carta.... ») e farà modificare in tal senso l'Atto del 1928 che regola l'emissione della Banca d'Inghilterra.

Così, se noi prendiamo (v. *prospetto*, riportato alla fine) « le situazioni » della Banca d'Inghilterra immediatamente prima ed immediatamente dopo i provvedimenti del 6 gennaio e guardiamo alle due voci più importanti — « biglietti emessi » e « proporzione della riserva » — non ci accorgiamo di niente. L'emissione fiduciaria è stata raddoppiata (9): ma non c'è una sterlina di più in circolazione, anzi la circolazione è diminuita; la Banca ha perso quasi  $\frac{2}{3}$  del suo oro: ma la « proportion » è scesa solo da 35,6% a 29,5½. *Il Fondo di stabilizzazione ha avuto tutto l'oro necessario per far fronte al ritiro dei capitali esteri, senza che vi sia stata inflazione nè deflazione della circolazione.*

Questo confortante risultato è stato ottenuto dalle Autorità inglesi accoppiando i due provvedimenti insieme, facendo di essi un unico provvedimento: uno di quei provvedimenti che, oltre tutto, stanno a dimostrare come sia vano oggi tentare di distinguere tra Stati fedeli ai principi liberali e Stati cosiddetti « autoritari », tra « interventisti » e « non interventisti ». La differenza è infatti più superficiale che pro-

---

(9) Rispetto alla « situazione » del 4 gennaio, quella del 11 c. m. segnala un aumento della emissione fiduciaria di solo 15 miliardi 300 milioni; perchè vi era già in vigore un *aumento provvisorio* della emissione fiduciaria di 2 miliardi 700 milioni in occasione delle Feste di Natale e Capodanno, aumento che viene automaticamente soppresso dal provvedimento del 6 gennaio. La interpretazione di queste due « situazioni » è resa più complicata dal fatto che le prime settimane di gennaio sono sempre un periodo di assestamento per la Banca, dopo la ben nota tensione monetaria di fine anno (cfr. su questo punto, la parte 4.a).



fonda, più nei « mezzi » di cui ciascuno Stato può disporre, nell'ambiente in cui deve operare, che non negli obiettivi e nello spirito.

\* \* \*

È tuttavia solo inquadrandoli nell'insieme della cosiddetta « nuova politica monetaria inglese » che i provvedimenti del 6 gennaio acquistano il *giusto* risalto.

L'inquadrarli è abbastanza facile perchè essi interferiscono, come abbiamo visto, essenzialmente con le norme che regolano l'emissione dei biglietti della Banca d'Inghilterra, si ricollegano, quindi, a quella questione « dei principi dell'emissione » che è una delle più approfondite, in Inghilterra, nel dopoguerra e che, anzi, costituisce, si potrebbe dire « un punto panoramico » da cui è più facile vedere gli aspetti salienti della politica monetaria inglese recente.

Qual'è, dunque, la soluzione che nella « nuova politica monetaria inglese » ha trovato il problema dell'emissione? Il germe dell'evoluzione dell'attitudine delle Autorità inglesi nei riguardi del problema « delle norme dell'emissione », è comunemente indicato nella famosa « clausola 8 » del Currency and Bank Notes Act del 1928. Tale Legge, pur confermando la fedeltà dell'Inghilterra alle norme tradizionali del Bank Act di Peel del 1844 e perciò al principio della completa copertura aurea dell'emissione (è ammessa anche qui un'emissione fiduciaria, ma come elemento assolutamente « passivo ») e della parallelità dei movimenti dell'oro e della circolazione, che ne consegue, conteneva un'innovazione che poteva, in pratica, completamente infirmare quel principio e capovolgere la situazione. Per la clausola 8, la Banca, con semplici autorizzazioni del Tesoro, poteva infatti aumentare, per periodi brevi, il limite dell'emissione fiduciaria. (È valendosi di questa clausola che le Autorità inglesi hanno potuto elevare il 6 gennaio il volume dell'emissione fiduciaria). Più notevole ancora era l'interpretazione che della clausola dava il Governo: che s'intendeva con essa dare alla Banca non un potere da usarsi solo in tempi eccezionali, ma tutte le volte che la Banca giudicasse essersi verificata o stare per verificarsi una dannosa « stringency » della moneta del Paese. L'inserzione di quella clausola mostrò per la prima volta che le critiche di molti economisti al « sistema di emissione inglese » — esser cioè il sistema privo di elasticità, dannosamente rigido, ed esser d'altro lato assurdo conservare norme così rigorose per l'« Issue Dept. » mentre il « Banking Dept. » non ne aveva nessuna — sta-



vano in Inghilterra scalzando le basi del « gold standard » e del predominio dei principi ricardiani.

L'evoluzione dell'attitudine delle Autorità inglesi, di fronte a questo come a tutti gli altri problemi monetari, in ogni modo non si completa se non quando, sotto la spinta del crollo della sterlina e dell'abbandono del « gold standard » ormai relizzatosi in seguito agli eventi del settembre 1931, le conclusioni del famoso MacMillan Report divengono la base dottrinarie della politica del Governo (10). In questo Rapporto il taglio del legame « oro-biglietti della banca » è netto: « Appunto come l'ammontare di oro tenuto dalla Banca dovrebbe essere fissato *indipendentemente* dal volume dei biglietti emessi, così è consigliabile che qualsiasi limite sia ritenuto prudente porre al potere della Banca di emettere biglietti *sia fissato indipendentemente dalla quantità di oro che si vuol farle tenere* » (MacMillan Report: The Principle of the Fiduciary Issue — dichiarazione (vi), pag. 142). Per il MacMillan Committee, la quantità di oro che l'Inghilterra deve cercare di tenere « in riserva » presso la Banca, è *in diretta relazione* con gl'impegni di Londra verso l'estero, con le responsabilità connesse alla sua posizione di « centro bancario internazionale » — ed oggi si aggiunge, di centro dell'« area della sterlina », della quale l'Inghilterra è, si può dire, divenuta la Banca Centrale —; il volume dei biglietti della Banca è invece in diretta relazione con i bisogni, del Paese, di questa specie di circolante. Manca nel MacMillan Report quell'intima connessione tra i primi ed i secondi, tra stato della bilancia con l'estero e volume del medio circolante, caratteristica della semplice concezione ricardiana. L'ambiente, nota il Report, è cambiato profondamente: è cessata la circolazione dell'oro all'interno dei Paesi; l'oro è accentrato nelle Banche nazionali e non esercita più la sua famosa azione equilibratrice sui « prezzi interni » se non indirettamente, tramite le Banche Centrali, e in quanto queste lo vogliano e lo possano. In un sistema monetario in cui dominano le « operazioni sul mercato

---

(10) L'importanza del rapporto del Comitato presieduto da Lord MacMillan per la politica monetaria dell'Impero inglese è dimostrata anche dal fatto che Comitati di esperti (economisti, banchieri, rappresentanti dell'industria e del commercio ecc.) nominati posteriormente nel Canada, nella Nuova Zelanda e nell'Australia, hanno nei loro rapporti (i cosiddetti « MacMillan report » del Canada della Nuova Zelanda, dell'Australia) adottato gli stessi principii del rapporto inglese; è stato anzi notato che mentre nel rapporto inglese i nuovi principii della politica monetaria sono formulati con molta prudenza ed ampie spiegazioni, la parte dedicata alla loro discussione è, nei successivi rapporti, sempre più accorciata, la formulazione sempre più categorica.

libero » e tutti gli altri mezzi di controllo della Banca, in un « managed monetary system » vero e proprio, quale l'attuale, le norme rigorose dell'« Issue Dept. » non hanno più senso: esse, anzi, « vietano alla Banca di usare la parte di gran lunga più importante del suo oro per il solo scopo per il quale è tenuto o potrebbe ancora venire usato » (*op. cit.* pag. 139): quello cioè di regolare i saldi con l'estero.

Per l'Economist, come per molti altri commentatori, i provvedimenti del 6 gennaio hanno ribadito questo concetto. Notando che ora il Fondo detiene i 2/3 dell'oro del Paese e la Banca solo l'altro terzo, l'Economist si domanda se tale proporzione non sia stata scelta deliberatamente: « ma in ogni caso essa rende chiaro una volta per tutte che la principale funzione del nostro oro è regolare le nostre differenze con l'estero, e 2/3 del nostro oro sono stati adesso mobilitati a questo scopo ». (*Sterling and Gold*, Econ. 14 gennaio 1939).

D'altro lato l'esperienza del 1938, in cui si è visto ancora una volta l'influenza predominante che esercitano oggi, sui cambi e sui movimenti dell'oro, i trasferimenti di capitali, e l'influenza che su questi a loro volta, esercitano fattori niente affatto economici, conferma l'inutilità di far soggiacere il già delicato organismo economico all'arbitrio dei movimenti di quell'oro che si muove esso stesso come un pazzo, preda di tutte le speculazioni, di tutte le paure, di tutte le voci più o meno false che agitano gli affaristi internazionali. Sarebbe assurdo — notano molti commentatori inglesi — che proprio oggi in cui ne ha più bisogno, sia per la presenza di una notevole depressione economica con conseguente disoccupazione, sia per i bisogni finanziari dello Stato per il riarmo, l'Inghilterra abbandonasse la politica di « denaro a buon mercato » che persegue dal 1932, iniziando una severa deflazione onde tentare invano di fermare l'esodo dell'oro, che è dovuto unicamente alle apprensioni per la situazione politica europea ed al rimpatrio di capitali altrui. Si assiste così al fenomeno, pochi anni fa inimmaginabile, di una crisi monetaria che dura violenta quasi da un anno, che causa perdite colossali di oro, che costringe a prendere provvedimenti eccezionali come quelli del 6 gennaio, senza che le Autorità si preoccupino di alzare minimamente il tasso ufficiale dello sconto, il quale resta, in piena crisi, al livello eccezionalmente basso di 2% cui si trova da sei anni.

Inquadrandoli nella politica monetaria inglese recente, si vede che i provvedimenti del 6 gennaio non rappresentano quel che si dice « un fatto nuovo »; sparisce il fondamento per l'accusa di ipocrisia che si poteva formulare vedendo le Autorità mantenere, a parole, il prin-



cipio della copertura al 100% dei biglietti e maneggiare poi, nella realtà, il volume dell'emissione fiduciaria in modo da renderlo completamente ridicolo; e si vede che, in definitiva, i provvedimenti del 6 gennaio non costituiscono altro che un nuovo, clamoroso passo nella via tracciata dal MacMillan Report.

\* \* \*

Nelle cronache monetarie inglesi di questi ultimi anni si possono, del resto, trovare altri esempi dei provvedimenti del 6 gennaio, sebbene non di simile importanza. Nell'agosto 1931, per esempio, l'emissione fiduciaria venne aumentata di 1 miliardo e 350 milioni, aumento soppresso solo nel 1933.

Più interessante è, però il rialzo — che sta divenendo ormai una vera tradizione — da due anni a questa parte, del volume dell'emissione fiduciaria nel periodo delle feste di Natale e Capodanno, in modo da alleviare la tensione che il bisogno di circolante del pubblico, aumentato per le maggiori spese di quei giorni, esercita sulle banche proprio in un momento in cui queste stanno compilando i bilanci di fine d'anno ed hanno perciò bisogno di mostrare delle « riserve » eccezionalmente cospicue; in modo da alleviare, in definitiva, la pressione sulla Banca d'Inghilterra. Poichè le banche inglesi quando hanno bisogno di mettere in regola le riserve sanno come fare: non scontano più « buoni del Tesoro » e non prestano più denaro agli operatori del mercato dello sconto, obbligando il mercato a recarsi in Banca per aiuti (ovvero: la Banca se li sconta da sè i « Buoni del Tesoro » ecc. ciò che però può ridurre la riserva del « Banking Dept. » a proporzioni piccolissime) e lo Stato a rimanere a corto di fondi (11).

Ma il « precedente » più perfetto dei provvedimenti del 6 gennaio, è quello del dicembre 1936. Il 16 dicembre 1936 le Autorità inglesi fecero, su più piccola scala, esattamente l'opposto di quel che hanno fatto poche settimane fa. Anche allora troviamo abbinati i due provvedimenti, del passaggio di oro tra Banca e Fondo di stabilizzazione e variazione del volume dell'emissione fiduciaria, in uno unico, il cui scopo era « sterilizzare l'oro » che il Fondo, che ne era sovrac-

---

(11) Nel 1937 l'aumento, effettuato in novembre e soppresso a metà gennaio, fu 1 miliardo e 800 milioni; l'anno passato esso è stato effettuato un pò più in ritardo (6 dicembre) ma in compenso è stato maggiore: 2 miliardi e 700 milioni. Esso è stato soppresso il 6 gennaio, automaticamente, dal provvedimento con cui si è portata l'emissione fiduciaria a 36 miliardi, anzichè a 38 e 700 milioni come avrebbe dovuto esser fatto per conservare la cosiddetta « Christmas Currency ».



carico, era costretto a cedere alla Banca (12). Pieno di oro, l'Account aveva anche esaurito i « Buoni del Tesoro » che « scontati » sul mercato gli procuravano le sterline con cui compra l'oro (13). Per dargli una nuova riserva di sterline, le Autorità fecero vendere dal Fondo all'Issue Dept. 5 miliardi 850 milioni del suo oro (al prezzo ufficiale della « vecchia signora », naturalmente: 85 scellini l'oncia); ma per evitare l'aumento della circolazione dei biglietti della Banca che ne sarebbe derivato — e che, come spiegò Neville Chamberlain allora Cancelliere dello Scacchiere, le Autorità consideravano inopportuno — *contemporaneamente la Banca fu autorizzata a ridurre il volume dell'emissione fiduciaria di 5 miliardi 400 milioni* (fu consentito solo un aumento di 450 milioni). Così lo zelante « Issue Dept. » fu costretto a destinare subito il nuovo oro a copertura dei biglietti già in circolazione, anzichè a copertura di altri nuovi da emettersi. Il Fondo subiva questa volta una perdita; perdita, si badi, di *risorse immediate*, di capitale d'esercizio; ma non perdita effettiva, poichè il Fondo si riserba il diritto alla plusvalenza dell'oro ceduto alla Banca, il giorno, che presto o tardi verrà, in cui la Banca rivaluterà le sue riserve in base al prezzo corrente dell'oro. Si distolgono, cioè, parte delle risorse del Fondo dal loro scopo principale (acquisto di oro) per darle, si potrebbe dire, in prestito alla Banca. La gestione del Fondo era, nel maggio 1937, secondo la dichiarazione stessa di Chamberlain, *attiva*; e l'utile deve esser ancora aumentato da allora, soprattutto nel 1938. Il Fondo è infatti quello che oggi più trae guadagno dal rialzo dell'oro e dalla svalutazione della sterlina, è « lo speculatore n. 1 », poichè fu il primo, anni fa, a cominciare a vendere sterline e ad acquistare oro, quando l'oro costava ancora poco, per rivenderlo ora che il suo prezzo sale. Grazie alla grande autonomia di cui è dotato (l'interesse dei « Buoni del Tesoro » che il Fondo si fa « scontare » dal mercato — quella « maggior spesa » di manutenzione, appunto, dell'oro del Fondo in confronto a quello della Banca — grava sullo Stato, confondendosi

---

(12) Contemporaneamente anche negli Stati Uniti le Autorità si preoccupavano di « sterilizzare » l'oro che invadeva l'America, creando un apposito « inactive fund » presso la Tesoreria di Stato.

(13) Poteva, cioè, far fronte alla incessante domanda di sterline da parte di capitalisti stranieri, ed acquistare dollari, franchi ecc. che poi converte in oro. Poco dopo, giugno 1937, di fronte all'entità dell'afflusso di capitali francesi all'Account vennero assegnati altri 18 miliardi di « buoni del Tesoro », portando la sua dotazione a 51 miliardi 750 milioni.

con il resto del costo del « debito flottante »; allo Stato però andranno gli utili della gestione del Fondo), le sue operazioni si oppongono a quelle dei comuni speculatori, superandole, oltre che per grandezza di cifre, per la grandezza del tempo e degli eventi che abbracciano. Si pensi, ad esempio, ai guadagni fatti col movimento dei capitali francesi: i capitalisti francesi hanno acquistato, *con oro francese*, negli anni passati, sterline quando 130-140 scellini bastavano a comprare un'oncia di oro; essi tornano a convertirle in oro (ovvero: le Autorità francesi, cui le hanno cedute) in questi giorni che il prezzo di un'oncia d'oro è salito a 150 scellini. Non incorrono con ciò in perdita, poichè a loro interessa il cambio della sterlina col franco, l'aver più franchi di prima, e la svalutazione del franco è stata tale che li compensa tuttora abbondantemente: *ma è la Francia che perde*. Per quanti sforzi facciano, Daladier e Raynaud non potranno mai far rientrare in Francia tutto l'oro che i loro poco patriottici concittadini portarono in Inghilterra negli anni passati: poichè, nel frattempo, l'Exchange Equalisation Account gli ha dato una succiatina.

Lasciando oscillare il valore della sterlina entro margini più ampi che non i famosi « punti dell'oro », Londra si è, se non altro, assicurata che il movimento dei capitali internazionali, finchè dura così disordinato, porterà via meno oro di quel che ha portato e si pagherà così le spese del soggiorno.

\* \* \*

Sarebbe assurdo però, per la presenza del Fondo di stabilizzazione che fa da materasso, o per il fatto che la circolazione fiduciaria è divenuta « a flexible instrument of monetary control », come dicono gl'inglesi, cioè l'elemento *attivo*, al posto di quella che solamente rappresentava oro, affermare che i movimenti dei capitali internazionali e dell'oro non hanno più alcuna incidenza sulla situazione monetaria bancaria dell'Inghilterra.

Sarebbe assurdo, *prima di tutto perchè la funzione isolante del Fondo di stabilizzazione, semplice e perfetta in apparenza, si rivela ad un esame più approfondito, complicata, soggetta essa stessa a continue interferenze col complesso ingranaggio del sistema monetario-bancario; in secondo luogo, perchè se oggi i movimenti dell'oro non sono più l'unica guida della Banca d'Inghilterra essi costituiscono sempre uno dei fattori su cui deve basarsi il giudizio dei suoi dirigenti circa le necessità dell'ora e la migliore politica monetaria da seguire.*



1) Il Fondo di stabilizzazione non costituisce un pozzo perfettamente ermetico, in cui l'oro affonda od emerge senza che l'agitarsi delle acque si comunichi al di fuori; anche il Fondo è collegato da una conduttura con il grande bacino monetario centrale del sistema bancario inglese: il mercato dello sconto.

Questa conduttura è data dal fatto che il Fondo è fornito *non di sterline, ma di « Buoni del Tesoro »*, per cui ogni volta che, per opporsi, ad esempio, ad un rialzo eccessivo della sterlina (determinato dall'afflusso di capitali esteri e dalla domanda di sterline che ne consegue) deve intervenire acquistando dollari, franchi, in definitiva, oro, esso è costretto, in precedenza, a far « scontare » i « Buoni del Tesoro » dal mercato dello sconto, per procurarsi le sterline necessarie. Quando l'oro affluisce, il Fondo, « per fargli posto », si dice, cede i « Buoni » al mercato; quando l'oro esce, il Fondo può riprendere i suoi « Buoni » dal mercato.

Ma l'afflusso di questi « Buoni » del Fondo, da « scontare », riduce le disponibilità del mercato per altri impieghi, così come il ritiro di questi « Buoni » da parte del Fondo libera le risorse del mercato per gli altri impieghi. Si verifica così il paradosso che quando l'oro entra, nei confronti dell'industria, del commercio e delle altre attività nazionali le disponibilità del sistema bancario si restringono; quando l'oro esce, si espandono: esattamente l'opposto di quel che avveniva in regime di « base aurea » (gold standard).

Tale fatto è però meno assurdo di quel che sembri a prima vista. Bisogna pensare infatti a che cosa faranno i capitalisti stranieri delle loro sterline. A meno che non le tesoreggino tale e quali — ciò che porta, ed ha effettivamente portato ad un aumento della circolazione inglese, in parte almeno a ciò imputabile — essi le depositeranno alle banche o le investiranno in titoli di Stato e spesso in quelli stessi « Buoni del Tesoro » che l'Account offre. Essi alleggeriscono così il sistema bancario di parte del peso dei titoli pubblici di cui esso è gravato. In breve, le sterline che il Fondo ha sborsato ai capitalisti stranieri affluiscono per varie vie alle banche ed al mercato dello sconto, aumentandone le disponibilità complessive ed i capitali esteri, camuffatisi in capitale nazionale, sono sempre pronti ad incidere sull'economia nazionale. È appunto questo aumento delle disponibilità complessive delle banche, dovuto all'afflusso di capitali quanto mai insicuri, che lo « sconto » dei « Buoni » dell'Account mira a prosciugare.

Per questo, il sistema di dotare il Fondo di « Buoni del Tesoro »

anzichè sterline, costituisce parte *integrante* (14) del nuovo istituto: così, infatti, il Fondo, dopo aver catturato l'oro straniero al momento che arriva sul suolo nazionale, va a caccia del capitale estero e lo neutralizza prima che il sistema bancario e l'economia nazionale si siano abituati alla sua presenza.

L'esperienza ha dimostrato però che, in definitiva, dall'afflusso di oro derivava sempre un certo inasprimento della situazione monetaria interna: da un lato infatti, il tesoreggiamento delle sterline da parte di stranieri portava ad una riduzione del quantitativo di biglietti disponibili per i bisogni dell'economia interna; dall'altro l'aumento dei « depositi » per i versamenti effettuati dagli stranieri, se permetteva alle banche di aumentare anche le loro « attività » (investimenti, sconti, prestiti al mercato dello sconto ecc.), — compensando così l'aumento del debito fluttuante e dei « Buoni del Tesoro » — richiedeva nello stesso tempo un aumento delle « riserve ».

Per rimediare, la Banca d'Inghilterra è stata indotta a *procedere a vari acquisti di oro presso il Fondo, aumentando gradatamente la circolazione dei biglietti* (15): *parte di essi venivano messi in circo-*

---

(14) E' questa la grande differenza tra il Fondo di stabilizzazione inglese (od olandese) e quello degli Stati Uniti (o della Francia). Le risorse iniziali del Fondo degli Stati Uniti non consistono infatti di « buoni del Tesoro », ma di oro, rappresentante parte dei benefici contabili risultanti dalla rivalutazione dello stock di oro, dopo la caduta del dollaro. Per questo difetto di costituzione, il Fondo americano si è trovato nell'impossibilità di esercitare alcun effetto neutralizzante sui capitali e sull'oro che affluivano in America. Per fornirsi di dollari onde intervenire sul mercato, esso non poteva infatti fare altro che vendere il suo stesso oro alle Federal Reserve Banks (cioè, alle varie Banche Centrali degli Stati Uniti). Tanto valeva allora che l'oro lo acquistassero direttamente queste emettendo nuovi biglietti (gold certificates), così come succedeva ai tempi del « gold standard ». A questa deficienza, il Governo americano, allarmato dal gigantesco afflusso di capitali e di oro, e dalle pericolose proporzioni delle « riserve esuberanti » del sistema bancario americano — « È l'accumulazione, da parte del sistema bancario degli Stati Uniti, di riserve liquide non utilizzate che rappresenta la « compensazione » affidata ai Fondi di Stabilizzazione dei cambi, in Inghilterra e nei Paesi Bassi » (S. d. N.: *Monnaies et Banques 1936-37*, Vol. I) — rimediò nel dicembre 1936, creando un « Inactive Fund » presso la Tesoreria, col compito di provvedere all'acquisto di tutto l'oro che entrava negli Stati Uniti, a mezzo di emissioni di « buoni del Tesoro » sul mercato dello sconto. È questo quindi, e non il Fondo di stabilizzazione che esercita negli Stati Uniti la funzione tipica del Fondo inglese.

(15) È la cosiddetta regola del « One-in-Ten »: cioè, la Banca deve acquistare dal Fondo 1 Lst. di oro per ogni 10 Lst. di nuovi « depositi » stranieri presso le banche inglesi, le rimanenti 9 Lst. di oro restando al Fondo. Per ogni Lst. I tesoreggiata dagli stranieri, la Banca dovrebbe invece acquistare Lst. I di oro.



lazione onde rimpiazzare quelli che il tesoreggiamento di sterline largamente praticato in certi momenti dagli stranieri, sottraeva all'economia nazionale; *parte venivano passati al « Banking Dept. », onde aumentare la riserva e consentire l'espansione dei suoi depositi, primi fra tutti, quelli (Banker's deposits at the Bank) che le banche ordinarie tengono presso la Banca d'Inghilterra e che costituiscono la principale riserva delle banche inglesi.* Grazie a questo intervento della Banca, l'afflusso di capitali esteri e di oro, il tesoreggiamento delle sterline e l'aumento dei « depositi » presso le banche inglesi da parte di stranieri, che ne derivavano, hanno potuto verificarsi senza alcuna dannosa restrizione del medio circolante e del credito del Paese.

Questa rapida rassegna del funzionamento del Fondo di stabilizzazione ci permette di constatare come non sia poca, a malgrado della presenza del Fondo, l'incidenza di un afflusso (e quindi di una uscita) di capitali esteri e di oro, sulla situazione monetaria-bancaria inglese. Gonfiamento del « debito pubblico fluttuante », gonfiamento delle riserve della Banca, della circolazione e dei depositi delle banche presso il « Banking Dept. », gonfiamento dei « depositi » delle banche inglesi, con conseguente gonfiamento delle loro « attività »: investimenti, anticipazioni, sconti, prestiti agli operatori del mercato dello sconto: se guardiamo i dati più caratteristici della situazione monetaria-bancaria inglese, dal 1932 al 1938, vediamo questo « gonfiamento » in atto. In essi sono confusi, naturalmente, anche gli effetti di una politica di deliberata espansione del credito che la Banca d'Inghilterra ha perseguito dopo il 1931, come mostrano soprattutto gli acquisti di oro, veramente notevoli, nei primi due anni: 1932-33 (16). Ma gran parte di questo « gonfiamento generale » potrebbe essere puramente un'« illusione contabile », l'effetto cioè dell'aumento in dosi eguali, dell'attivo e del passivo di tutti i bilanci, a cominciare

---

(16) Lo stock di oro della Banca sale, dal maggio 1932 al settembre 1933, da 10 miliardi 980 a 17 miliardi 100 milioni (prezzo base: 85 scellini l'oncia). Le Autorità inglesi hanno forse pensato che l'afflusso di capitali e di oro in Inghilterra, in quel periodo, non fosse tanto un afflusso di capitali esteri in cerca di rifugio, ma un afflusso di capitali inglesi, allontanatisi in anni passati per scarsa fiducia nella solidità della sterlina, e che, una volta avvenuta la svalutazione della sterlina, rientravano in Patria. Dopo il 1933, fino al 1936, la Banca ha aumentato più cautamente il suo stock aureo. Nel 1936 si ha un nuovo forte aumento di circa 4 miliardi 230 milioni, nei primi nove mesi dell'anno; quello, molto più forte, del dicembre dello stesso anno, non ha invece praticamente molta importanza, poichè, come si è detto, fu compensato dalla riduzione dell'emissione fiduciaria.

da quello della Banca d'Inghilterra per finire a quello dell'ultima banca del « clearing » di Londra, l'effetto cioè dell'*assorbimento senza assimilazione* da parte del capace ventre dell'organismo bancario inglese, dell'oro e dei capitali stranieri. Solo ora che i capitali e l'oro stranieri lasciano il loro rifugio londinese, il pericolo dell'« illusione contabile » svanisce e potrà apparire la reale struttura del credito inglese.

Questa uscita di capitali internazionali e di oro mette in moto una catena di fenomeni opposti a quelli sopra descritti; la sua incidenza è lungi quindi dall'essere esaurita, dopo il semplice trasferimento dell'oro dalla Banca al Fondo ed il rialzo dell'emissione fiduciaria. Il provvedimento del 6 gennaio, relativo all'emissione fiduciaria, acquista anzi, dopo quel che si è detto, il carattere di provvedimento *provvisorio*: poichè non è improbabile che la fine del tesoreggiamento delle sterline e la contrazione dei « depositi » delle banche, liberando una parte dei biglietti oggi in circolazione, permetta presto alla Banca di ridurre la sua emissione fiduciaria.

2) Abbiamo detto che i movimenti dell'oro, pur non costituendo l'unica, o principale, guida della Banca d'Inghilterra, costituiscono sempre uno dei fattori su cui si basa il suo giudizio sui bisogni dell'economia nazionale. Per la Banca d'Inghilterra e le Autorità inglesi, un esodo di oro pone sempre il problema se non vi sia squilibrio fra l'economia inglese e l'economia mondiale, fra i prezzi ed i costi inglesi ed i prezzi ed i costi negli altri paesi. Anche adesso, per quanto l'esodo di oro abbia troppo la caratteristica di un esodo collegato a trasferimenti di capitali internazionali per lasciare molti dubbi al riguardo (17), si pone il problema se i *prezzi inglesi siano troppo alti ovvero la sterlina sopravvalutata*. È il problema della bilancia dei pagamenti: individuare quanto dell'oro che lascia l'Inghilterra sia veramente oro straniero, e quanto oro che va a saldare il deficit del Paese verso il resto del mondo; e rimediare a questo stato fallimentare di cose.

---

(17) Il deficit della bilancia commerciale è stato nel 1938 di circa 33 miliardi 915 milioni, con una riduzione di 3 miliardi 960 milioni rispetto all'anno precedente, avendo l'Inghilterra usufruito nel 1938 di prezzi più bassi nell'acquisto delle materie prime e delle derrate alimentari. Tuttavia i primi calcoli (del Board of Trade, di Sir Robert Kindersley, dell'Economist ecc.) relativi alla *Bilancia dei Pagamenti*, mostrerebbero che il deficit della bilancia commerciale ha potuto, anche nel 1938, esser ben compensato dalle altre entrate inglesi: interessi dei capitali, noli ecc.. Il Deficit finale dovrebbe esser circa 4 miliardi 590 milioni, su per giù quello del 1937.



Alla soluzione di questo *fondamentale problema i provvedimenti del 6 gennaio non danno il minimo contributo*; di fronte a questo problema, essi, per quanto abbiano una più vasta risonanza ed un ampio contenuto dottrinale, rientrano sempre nella categoria degli « espedienti tecnici » della Banca d'Inghilterra, insieme a tutte le altre manovre che è possibile tentare per frenare la discesa della sterlina ed ai dispetti da fare agli speculatori al ribasso.

Vi è anzi il pericolo — nota l'Einzig nella sua cronaca del Financial News del 13 gennaio c. a. — che « grazie al rafforzamento delle difese “ tecniche ” della sterlina », l'Inghilterra, « possa venir presa da un esagerato senso di sicurezza e le misure per porre rimedio alla posizione fondamentale (inglese, verso gli altri paesi) vengano in conseguenza differite ».

Il rimedio non è più tanto cercato nel cosiddetto « livello naturale » della sterlina, quel livello, cioè, del cambio della sterlina al quale i prezzi interni vengono ad essere automaticamente in equilibrio con quelli mondiali. Anni fa, all'epoca dell'altra crisi della sterlina, i giornali erano pieni di tabelle in cui si cercava di determinare, in base alla teoria della parità del potere d'acquisto, il livello « *optimum* », « naturale », della sterlina. Oggi invece, si parla meno della teoria della parità del potere d'acquisto e del « livello naturale », e più di una riorganizzazione delle industrie esportatrici, dell'istituzione, per ogni ramo di esse, di un organismo centrale incaricato di curare e sviluppare l'esportazioni, e dotato per di più, di un fondo — detto « di combattimento » — onde assistere più vigorosamente il commercio estero (18). *La teoria « della parità del potere d'acquisto » è stata spodestata da quella del « fighting-fund »*. In un certo senso, questo sviluppo è logico e comprensibile, poichè quale fosse con precisione questo « livello naturale » della sterlina, praticamente nessuno lo sapeva, ed inoltre una migliore, più razionale organizzazione delle industrie rappresenta ben altro e più reale vantaggio per la comunità, che non le manipolazioni monetarie: ma adesso si degenera con questi « fondi di combattimento ».

---

(18) Sono queste, appunto, le famose proposte del Segretario del Dipartimento del Commercio d'oltremare, Mr. Hudson, appoggiate dal collega, Mr. Stanley. E nel piano della « Chamber of Shipping » inglese, presentato al Governo proprio in questo mese, di « fighting funds » ce n'è in abbondanza.

PROSPETTI

A) « Cambi con le principali divise estere, in Londra nel 1938 (medie mensili) ». (fonte: « The Board of Trade Journal » fasc. 5 gennaio 1939).

(per I List.)	Genn.	Feb.	Mar.	Apr.	Mag.	Giug.	Lug.	Ago.	Sett.	Ott.	Nov.	Dic.
Parigi .	149.8	152.82	159.6	160.7	176.6	178.1	178.1	178.5	178.4	178.8	178.7	177.4
Italia .	95.0	95.3	94.7	94.6	94.4	94.2	93.7	92.7	91.3	90.6	89.5	88.7
Olanda .	8.97	8.97	8.97	8.96	8.97	8.96	8.96	8.94	8.91	8.77	8.67	8.59
Berlino .	12.41	12.41	13.39	12.99	12.37	12.31	12.27	12.17	12.02	11.40	11.76	11.65
Svizzera .	21.62	21.60	21.63	21.67	21.75	21.66	21.54	21.32	21.26	20.98	20.78	20.65
New York	5.00	5.02	4.98	4.98	4.97	4.96	4.93	4.88	4.80	4.77	4.71	4.67

B) « Le riserve auree dell'Inghilterra, 1931-39 », (fonte: « bollettini » della Banca d'Inghilterra e dati del Cancelliere dello Scacchiere; per il 1939, ed il 30 dicembre 1938, in mancanza dei dati ufficiali circa l'oro del Fondo, sono riportati dati presunti, calcolati dall'Economist.) (in miliardi di lire it.).

	1931	1931	1938	1938	1938	1939
	Giugno	Dicemb.	31 Mar.	30 Sett.	30 Dic.	11 Gen.
Presso la Banca d'Inghilterra .	24.20	17.89	48.38	48.38	48.38	18.72
Presso il Fondo di Stabilizza- zione dei cambi . . . .	—	—	27.80	13.66	7.20	36.86
TOTALE . . . .	24.20	17.89	76.18	62.04	55.58	55.58

N. B. — L'oro è valutato sulla base di 140 scellini l'oncia.

Quella del 31 marzo 1938 è la riserva aurea più forte che l'Inghilterra abbia mai avuto; quella del dicembre 1931, la più bassa.

C) « Importazioni-Esportazioni di oro dall'Inghilterra, agosto-dicembre 1938 ». (fonte: The Economist, 15 ottobre 1938 e 7 gennaio 1939).

I) Importazioni (in milioni di lire it.):

	5 Agos. - 1 Sett.	2-15 Sett.	16 Sett. - 6 Ott.	1 Ott. - 30 Dic.
Francia . . . .	8.28	—	826.83	1262.52
Belgio . . . .	0.54	1067.67	1871.37	750.6
Olanda . . . .	1.17	1.71	177.84	337.68
Svizzera . . . .	3.87	9.36	87.03	144.9
Germania . . . .	111.69	267.21	—	231.3
Sud Africa . . . .	641.41	126.63	75.87	167.04
Vari Paesi . . . .	256.6	23.49	70.29	489.69
TOTALE . .	1023.76	1496.07	3109.33	3383.73



II) *Esportazioni* (in milioni di lire it.):

Stati Uniti . . .	2052.45	2643.93	6706.8	9268.56
Canada . . . .	—	2.7	294.03	295.2
Svizzera . . . .	197.46	142.56	333.99	54.72
Vari Paesi . . .	327.78	482.95	421.75	385.56
TOTALE . .	2577.69	3272.14	7766.47	10.004,04

D) *Estratto dalle « situazioni » della Banca d'Inghilterra, 1932-39 ».*

	13 Genn. 1932	12 Gen. 1937	4 Genn. 1939	11 Genn. 1939
Oro nell'« Issue Dept » . . . . .	10.87	29.37	29.37	11.37
Biglietti in circolazione . . . . .	31.92	44.38	44.92	42.80
Riserva del « Banking Dept » . . . .	3.69	5.77	6.14	4.56
Proporzione della riserva . . . . .	32 %	37 %	35,6 %	29,5 %
Depos. delle banc. ordin. presso la Banca	6.19	11.09	12.24	10.63

N. B. — L'oro è valutato al prezzo di statuto: 85 scellini l'oncia.

E) *« Il debito flottante dell'Inghilterra, alla data del 31 dicembre 1931 e 1938 ».*

(in miliardi di lire it.)	31 dicem. 1931	31 dicem. 1938
Anticipazioni dalla Banca d'Inghilterra .	—	0.477
Anticipazioni dai « Public Departments ».	3.6	4.12
Buoni del Tesoro . . . . .	56.89	88.70
TOTALE . . . . .	60.49	93.297

F) *Estratto dai « bilanci » delle nove banche del « Clearing » di Londra (31 dicembre 1931 e 31 dicembre 1937).*

	« Cash »	Depositi	Sconti	Antici- pazioni	Investi- menti	
31 dicembre 1931.	21.339	153.045	21.969	79.560	27.531	(in miliardi di lire
31 dicembre 1937.	44.066	201.176	24.429	84.482	55.795	italiane).

N. B. — Per « cash » s'intende il denaro in cassa + il deposito presso la Banca d'Inghilterra + i prestiti a « brevissima scadenza » (money « at call and short notice »).

Gl'investimenti sono, in grandissima parte, investimenti in titoli di Stato.

Le nove banche, facenti parte della Stanza di compensazione (Clearing) di Londra sono, in ordine d'importanza: Midland Bank; Lloyds Bank; Westminster Bank; National Provincial; Martins Bank; Williams Deacon's; Glyn Mills and Co; Coutts and Co.

## Il problema dell'oro (\*)

**SOMMARIO:** *Il problema dell'oro alla luce di due importanti documenti del c. a. - Il « Currency and Bank Notes Act, 1939 » inglese e l'oro. - L'afflusso dell'oro negli Stati Uniti nella relazione 1939 del Board of the Governors of The Federal Reserve System: cause, effetti e pericoli della enorme « liquidità » delle banche americane. - Contrasto di questi due documenti con la prosperità della industria mineraria aurifera: il nuovo record della produzione dell'oro nel 1938.*

**PROSPETTI** (alla fine) - I. Produzione dell'oro: 1934-38.

II. Riserve auree delle Banche Centrali e dei Governi: 1934-38.

(in nota) - Estratto delle « situazioni » della Banca d'Inghilterra al 22 febbraio e 1 marzo 1939; estratto delle « situazioni » delle banche di 101 città americane, alla data: marzo 1929, marzo 1933, 25 gennaio 1939; estratto delle « situazioni » delle Federal Reserve Banks e della Tesoreria degli Stati Uniti, alla data: marzo 1929, marzo 1933, 25 gennaio 1939; analisi dei cambiamenti delle riserve auree degli Stati Uniti, 1934-38.

Due importanti documenti, apparsi proprio in questi primi mesi dell'anno, gettano nuova luce sul perennemente risorgente « problema dell'oro » e caratterizzano l'evoluzione di esso portata dagli eventi fortunosi del 1938. Primo: il Currency and Bank Notes Act presentato dal Governo inglese ai Comuni il 1 febbraio c. a. ed entrato in vigore alla fine dello stesso mese; secondo: la relazione presentata al Congresso degli Stati Uniti il 31 gennaio c. a. dal Board of Governors of the Federal Reserve System, cioè dall'organo che ha il compito di guidare e controllare il sistema monetario-bancario degli Stati Uniti. Questi due importanti documenti, completati dai dati sulla produzione e la distribuzione dell'oro nel 1938, da ulteriori osservazioni suggerite dall'esame dell'andamento del mercato dell'oro e delle cor-

---

(\*) Pubblicato in *Economia*, aprile 1939, pagg. 314.



renti del metallo giallo in questi ultimi anni e particolarmente nel 1938, ed accostati ad alcuni notevoli sviluppi di natura politico-commerciale, nel 1938 maggiormente accentuatisi, permettono di ricavare un quadro abbastanza interessante del cosiddetto « problema dell'oro » e di constatare che l'oro è giunto in quest'anno 1939 ad uno di quei punti salienti che spesso ricorrono nella sua lunga e fortunosa carriera, ma che potrebbe essere, per il suo destino, di maggiore importanza che non qualsiasi altro precedente. Come contribuì a questo studio, che non è possibile completare per ragioni di spazio, esamineremo qui i due documenti citati e i dati sulla produzione e la distribuzione dell'oro nel 1938.

\* \* \*

Avevamo avuto modo di constatare in una precedente rassegna (1) che l'Inghilterra, così come già era avvenuto nell'autunno del 1931, sotto la spinta di una nuova crisi della sterlina (2), era stata indotta a compiere con i famosi provvedimenti del 6 gennaio c. a. un altro passo nella via di una importante e, per certi lati, *naturale* evoluzione del suo sistema monetario. È proprio per la loro importanza dal punto di vista della teoria monetaria, per la loro interferenza con principî teorici famosi, che il trasferimento di oro dalla Banca d'Inghilterra al Fondo di Stabilizzazione ed il contemporaneo rialzo dell'emissione fiduciaria del 6 gennaio scorso suscitavano un interesse così grande, più grande di quel che non si sarebbe meritata una semplice manovra di difesa della sterlina. Ma pur notando anche allora tutta l'importanza dell'evoluzione che la fuga dei capitali stranieri dall'Inghilterra e la grave debolezza della sterlina sulla fine del 1938 indirettamente provocavano nel sistema monetario inglese, non avremmo certo creduto che essa sarebbe stata spinta tanto oltre.

Era noto a tutti, poichè il Governo stesso nel pubblicare i provvedimenti del 6 gennaio aveva dichiarato che stava preparando una nuova Legge da presentare all'approvazione delle Camere, che dagli

---

(1) Cfr.: *La crisi della sterlina*. « Economia ».

(2) Crisi non provocata da uno squilibrio dell'economia e della moneta inglese rispetto all'economia ed alle monete degli altri Paesi, o da una errata ed azzardata politica dei banchieri londinesi, come invece nel 1931, quanto direttamente originata dall'incertezza della situazione politica europea e dalle inevitabili conseguenze di essa su un centro bancario internazionale come Londra.

avvenimenti della fine del 1938 e dei primi giorni del 1939 sarebbe nato un nuovo Currency and Bank Notes Act che avrebbe regolato con maggior aderenza alla realtà la nuova situazione determinatasi in Inghilterra. Ma, secondo l'opinione predominante, il nuovo Act non si sarebbe di gran che distaccato dai precedenti e si sarebbe limitato a portare il volume cosiddetto « normale » dell'emissione fiduciaria da 23 miliardi e 400 milioni (3), quale era nell'Act del 1928, a 36 miliardi o qualcosa di simile, come ormai, dopo il provvedimento del 6 gennaio, era « di fatto ». Si diceva, infatti, che rialzando di colpo il 6 gennaio la circolazione fiduciaria a 36 miliardi il Governo aveva un po' abusato dei poteri concessigli dalla famosa clausola 8 della Legge del 1928 e perciò fosse desideroso di far legalizzare dal Parlamento il suo atto. Innovazione di ben poca importanza: un rialzo così forte della circolazione fiduciaria era più fittizio che reale e derivava in gran parte dal fatto che il basso prezzo di statuto dell'oro, prezzo completamente fuori ogni rapporto con quello effettivo di mercato, diminuiva artificialmente l'entità della riserva aurea della Banca e l'obbligava a ricorrere alla copertura dei rimanenti suoi biglietti mediante titoli di Stato (circolazione fiduciaria). Ma sarebbe bastato abolire il vecchio prezzo ufficiale dell'oro, adottarne uno più conforme ai nuovi tempi e rivalutare l'oro della Banca, per vedere che gran parte di quell'alto volume di moneta cosiddetta « fiduciaria » era in realtà coperta al 100 % da oro. D'altra parte variare il prezzo « ufficiale » dell'oro, portare il prezzo dell'oro iscritto sullo statuto della Banca più in accordo con quello di mercato, voleva dire sollevare tutto il problema della stabilizzazione della sterlina, problema che le Autorità inglesi non si considerano ancora in grado di risolvere, o meglio, per esser più esatti, non hanno punta voglia di risolvere. Fissare il nuovo valore aureo della sterlina significa infatti non solo fissare il cambio della sterlina con le monete già ancorate all'oro, soprattutto il cambio fondamentale della sterlina col dollaro, ma anche consentire alla Francia e a tutte le altre Nazioni oggi staccate dall'oro, di tornare a fissare il valore aureo della loro moneta *nel modo più favorevole ad esse*, regolandosi opportunamente sull'ormai nuovamente fisso ed immutabile valore aureo della sterlina, con tutte le conseguenze che ciò può avere per i rispettivi commerci d'esportazione.

---

(3) Per comodità del lettore tutti i dati riportati sono stati tradotti in *lire italiane*, sulla base di 90 lire italiane per 1 lira sterlina, e 19 lire italiane per 1 dollaro U. S. A.



*Tuttavia le Autorità inglesi hanno trovato il modo di risolvere il problema della rivalutazione dell'oro e di riportare la circolazione fiduciaria ad un livello più veritiero e meno appariscente, senza compromettersi, per ciò, con una stabilizzazione della sterlina: tutto questo grazie ad una innovazione che giustamente è stata definita « un cambiamento rivoluzionario nel sistema d'emissione inglese » (4). La rivalutazione dell'oro, la riduzione, a nemmeno un mese di distanza dal forte aumento del 6 gennaio, di ben 9 miliardi nella circolazione fiduciaria, obiettivi cui pure l'Inghilterra aspirava e che sono stati realizzati dal nuovo Currency and Bank Notes Act 1939, sono completamente superati dal « fatto nuovo », passano improvvisamente in secondarissimo piano di fronte all'importanza di questo inatteso « cambiamento rivoluzionario nel sistema d'emissione », che va ben oltre, sulla via dell'evoluzione del sistema monetario inglese, che non i pur così notevoli provvedimenti del 6 gennaio. È che il Currency and Bank Notes Act 1939 non si distacca solo in qualche particolare dai precedenti, fondamentali, Bank Act di Peel del 1844 e Currency and Bank Notes Act 1928: ne è addirittura agli antipodi! Il Currency and Bank Notes Act 1939, completato da qualcuna delle più recenti Leggi monetarie, soprattutto il Currency and Bank Notes Act 1928 per la clausola 8, ed il Finance Act 1932 istituyente il Fondo di Stabilizzazione dei Cambi (5) — leggi che il nuovo Bank Act ha espressamente lasciato in vigore — può dirsi chiuda in Inghilterra una evoluzione che si è perfezionata in quasi un secolo e le cui fasi più im-*

---

(4) THE ECONOMIST: « *Gold Revalued* », pag. 249 del fascicolo 4 febbraio 1939

(5) Per quel che riguarda l'elasticità della circolazione va notato, anzi, che la nuova Legge non aggiunge niente ai poteri, del resto già larghissimi, che alla Banca sono conferiti dalla clausola 8 del Currency and Bank Notes Act 1928 — possibilità di aumentare il volume della circolazione fiduciaria, con semplice autorizzazione del Tesoro — e dal Finance Act del 1932 — possibilità di accrescere la circolazione aumentando le riserve auree dell'Issue Dept., mediante acquisti di oro tramite il Fondo di Stabilizzazione, il quale avrebbe sopportato la perdita derivante dalla differenza dei prezzi dell'oro esistenti presso la Banca e sul libero mercato. Il fatto che, in base alla nuova Legge, la Banca valuti anch'essa l'oro al prezzo corrente, renderà più agevole quest'ultima pratica facendo sì che dai trasferimenti di oro dal Fondo alla Banca non risultino artificiose « perdite » per il Fondo di Stabilizzazione ed il bisogno di sopperirvi aumentando continuamente la sua dotazione di « buoni del Tesoro » ed in definitiva il *debito pubblico fluttuante*. Ciò che faceva sorgere uno speciale « costo di manutenzione » delle riserve auree della Banca: l'interesse sui buoni del Tesoro fatti scontare sul mercato per potere procedere all'acquisto dell'oro.

portanti furono il periodo della grande espansione bancaria, cioè gli ultimi 25 anni del XIX secolo, ed il periodo bellico e post-bellico, evoluzione che entrò nella fase decisiva grazie alla grande crisi della sterlina e all'abbandono del gold standard nel 1931.

L'importanza del Currency and Bank Notes Act 1939 risiede tutta nella disposizione in base alla quale d'ora in avanti « *le attività dell'Issue Department — sia titoli di Stato sia oro — saranno valutate ai prezzi correnti alla data di ciascun bollettino settimanale della Banca. Qualsiasi eccedenza, risultante in queste rivalutazioni settimanali, sull'ammontare dei biglietti emessi, sarà trasferita al Fondo di Stabilizzazione dei cambi (6) e qualsiasi deficienza sarà sanata con un trasferimento da tale Fondo* ». La nuova Legge non rivaluta le riserve auree della Banca ad un prezzo (x) per oncia d'oro (7); essa addirittura instaura in Inghilterra la consuetudine di rivalutare settimanalmente le riserve della Banca, *sulla base dei prezzi correnti dell'oro e dei titoli sul libero mercato*; prezzi nei confronti dei quali la Banca non ha più alcun diretto interesse dato che il semplice meccanismo dei trasferimenti di oro, titoli ed eventualmente denaro, da o al Fondo di Stabilizzazione, la mette sempre in grado di riparare ad eventuali esuberanze o deficienze della sua riserva, *senza per nulla dover variare il volume dei biglietti in circolazione richiesto dai bisogni del Paese*.

Nel Bank Charter Act di Peel del 1844, il principio fondamentale, ripreso poi da tutti i Paesi ove si è istituito un sistema monetario centrale e divenuto uno dei cardini della teoria e della politica monetaria, era che una variazione delle riserve auree della Banca Centrale si sanava con una variazione dei biglietti emessi; col Currency and Bank Notes Act entrato in vigore il 1 marzo 1939 una variazione delle riserve si sana in tanti altri modi, *ma non tocca più la circolazione dei biglietti: si può dire addirittura che è la variazione dei biglietti emessi che si sana eventualmente con una variazione delle riserve*. La prassi

---

(6) È questo un bel giorno per l'Exchange Equalisation Account, il quale si vede così riconfermato nel posto importantissimo attualmente occupato nel sistema monetario inglese. Proprio in questi giorni la sede del Fondo è stata trasferita dai vecchi, inadeguati locali in altri più grandi e più decorosi.

(7) In tale caso, anche se la Legge avesse in altra sua parte esplicitamente confermato che l'obbligo della Banca di convertire i biglietti in oro a quel dato prezzo rimaneva tutt'ora sospeso — e quindi non si poteva parlare di un ritorno alla « base aurea » — le Autorità avrebbero tuttavia indicato una certa preferenza per quel dato prezzo (x) e ciò avrebbe influenzato la speculazione e gli ambienti commerciali internazionali.



e la teoria tradizionale sono completamente sovvertite; ogni legame tra la circolazione interna e l'oro è virtualmente abolito. La circolazione cartacea non sta più, nei confronti dell'oro, come la coda al gatto; essa è divenuta il gatto e l'oro la coda ed è il gatto, fino a prova contraria, che muove la coda, non la coda il gatto (8).

Da molto tempo il vincolo che strettamente univa, o per lo meno subordinava, la circolazione interna all'oro si era affievolito. Da un lato l'espansione bancaria, l'uso crescente degli « assegni » e delle compensazioni bancarie aveva limitato il campo d'azione della moneta « effettiva », di quella moneta cioè legata all'oro, dall'altro la crescente autonomia della moneta cartacea nei rispetti della base aurea, in periodi di crisi, aveva reso questo legame presso che evanescente e in ogni modo puramente formale. Il gatto, anzi, non solo ha visto la sua coda diventare sempre più grande e più importante, ma ha cominciato a sentire provenire da essa degli strattoni sempre più prepotenti e ripetuti, che lo sbatacchiano di quà e di là, proprio come lui faceva prima con la coda (9). Ma solo adesso con il Currency and

---

(8) Nel tradizionale « sistema della base aurea », infatti, la circolazione cartacea, il « biglietto di banca », non rappresentava altro che una appendice, utile per certi compiti, dell'oro, al quale spettava in definitiva determinare il volume — ed il valore — della circolazione cartacea. Adesso, invece, nella circolazione interna il « biglietto di banca » non solo gode completa autonomia rispetto all'oro, ed occupa il primo posto, ma, in certi casi, provvede a determinare il volume delle stesse riserve auree della Banca Centrale: l'appendice è adesso l'oro.

(9) Volendo dire tutto ciò in modo un pò più scientifico si potrebbe adoperare la formulazione datane dall'Aftalion nel suo recente « L'or et la Monnaie », pag. 28 (v. recensione nelle note bibliografiche): « Il potere d'acquisto dell'oro ha cessato di essere una nozione semplice e autonoma per divenire una nozione composta e derivata. Bisogna vedere in esso l'effetto, la conseguenza di due grandezze preventivamente determinate, *p* e *v*, prezzo dell'oro e potere d'acquisto dell'unità monetaria ». Il valore dell'oro è oggi sospeso a due « bracci » congiunti: *prezzo dell'oro in unità monetarie nazionali* e *potere d'acquisto delle unità monetarie*. Tutto questo è conseguenza del fatto che esso è scomparso dalla circolazione effettiva, accentrandosi nelle casse dello Stato; l'oro non ha più infatti così un potere diretto d'acquisto sulle merci e sui beni, mentre d'altro lato, i prezzi delle merci e dei beni sono ormai « prezzi » in « unità monetarie nazionali ». Il potere d'acquisto dell'oro è oggi il risultato di un confronto indiretto tra l'oro ed i beni: oro — moneta nazionale, moneta nazionale — beni. Separato dal mondo reale da questa entità astratta, « unità monetaria nazionale », l'oro può solo sussistere, come strumento monetario, in quanto « l'unità monetaria nazionale » lo colleghi, oltre che separarlo, con il mondo reale. Il valore dell'oro dipende allora non solo dai propri rapporti con la moneta nazionale, ma anche dai rapporti di questa con i beni, dai rapporti cioè del « biglietto di banca » con i beni. Per

Bank Notes Act 1939 inglese, per la prima volta la circolazione cartacea è riconosciuta, « de facto » e « de jure », indipendente dall'oro; vincendo coraggiosamente ogni vano pudore che avevo concesso di vivere, sebbene solo sulla carta, ad una finzione di gold standard e di moneta aurea, la nuova Legge pone decisamente al primo posto « il biglietto di Banca », la tanto deprecata moneta « cartacea », moneta, si badi, eminentemente *nazionale*, quella « unità monetaria nazionale » che effettivamente, dopo una lunga evoluzione ed in seguito a vicende fortunate, ha rimpiazzato l'oro nelle più importanti funzioni monetarie. E mentre nel Bank Act del 1844 l'attenzione del legislatore era tutta concentrata sul vincolo: oro — biglietti di banca, e sul modo di garantirne l'indissolubilità, facendo dei biglietti di banca niente altro che dei più maneggevoli rappresentanti del metallo, ed il contenuto aureo della sterlina, il prezzo dell'oro in sterline, era una specie di « tabù », nel Bank Notes Act 1939, « tabù » è invece « il volume dei biglietti della Banca necessario ai bisogni del Paese ». Nessun'altra preoccupazione deve distrarre la Banca dal curare che il volume dei suoi biglietti sia sufficiente ai bisogni del Paese: il prezzo dell'oro in sterline è un dato che la Banca ricava dal vicino mercato dell'oro (10). Se vi è ancora una relazione — si badi che la Banca può,

---

questo la sensazione del gatto di esser scosso in certi momenti dalla sua coda, anziché esser lui che agita la coda, non è affatto una allucinazione prodottagli da un esaurimento nervoso, ma può essere scientificamente spiegata. Uno dei più pericolosi « strattoni » l'oro lo ebbe durante la guerra mondiale; in quell'occasione la circolazione dell'oro, prima molto frequente, sparì all'interno delle Nazioni, mentre il volume dei biglietti e del credito si espandeva prodigiosamente. L'inflazione causava addirittura una perturbazione del valore dell'oro: l'oro finiva con lo svalutarsi anch'esso nei confronti degli altri beni seguendo, in parte, le monete cartacee nella loro caduta precipitosa. Negli Stati Uniti infatti, ove l'oro si era rifugiato, uno dei « bracci » del valore dell'oro rimaneva fermo: il prezzo dell'oro in moneta nazionale; ma ciò non compensava l'abbassarsi dell'altro « braccio »: il valore di questa moneta rispetto alle merci.

(10) L'esperienza di queste prime settimane di funzionamento della nuova Legge sulla circolazione monetaria inglese ci fornisce questi ulteriori schiarimenti:

1) la Banca d'Inghilterra, nel rivalutare settimanalmente la sua riserva aurea, non è tenuta ad osservare il prezzo dell'oro fissato dal sindacato degli agenti del mercato dell'oro in uno qualsiasi dei giorni della settimana cui si riferisce il suo bollettino; essa, di solito, si basa sul prezzo fissato il mercoledì, giorno in cui redige il bollettino, ma è libera di apportarvi piccole modifiche;

2) quando da una settimana all'altra, per una oscillazione del prezzo dell'oro, si è verificata una piccola svalutazione della riserva aurea della Banca, il Fondo di Stabilizzazione, per sanarla, anziché cedere alla Banca un po' di oro,



secondo la nuova Legge, sanare una eventuale esuberanza o deficienza delle sue riserve, *senza* ricorrere all'oro, cioè con trasferimenti di *titoli* dal Fondo alla Banca e viceversa (11) — se vi è ancora una relazione tra riserva aurea e circolazione dei biglietti, è una relazione *invertita*, poichè ora è l'aumento o la diminuzione dei biglietti emessi

preferisce cedere un po' dei suoi « buoni » al Banking Dept., e dare all'Issue Dept., perchè li cancelli, i biglietti che ne ha avuto in cambio. Cioè, per modestissime variazioni, si segue ancora il vecchio sistema di adeguare il volume dei biglietti all'oro. Tuttavia anche, in questo caso non vi è affatto sottrazione di biglietti dalla circolazione *attiva* del Paese, ma solo dalla riserva del Banking Dept. (su questo punto cfr. nota a pag. 323).

Il prezzo di statuto, 85 scellini l'oncia, rimane tuttavia in vigore anche dopo il nuovo Currency Act, sebbene con una sfera d'applicazione molto limitata: infatti il nuovo Act lascia in vita la clausola dell'Act del 1928, per la quale il Governo era autorizzato a confiscare, in caso di bisogno, l'oro che si trovasse in Inghilterra, pagandolo appunto 85 s. l'oncia. Tale clausola ha costituito sempre un freno al tesoreggiamento di oro da parte dei privati, a volte anche dei forestieri, sul suolo inglese, poichè si temeva che il Governo si servisse di essa per impadronirsi, in caso d'emergenza, dell'oro tenuto dai privati, il cui valore al prezzo effettivo di mercato era di gran lunga superiore. Durante la discussione del nuovo Bill, il Governo inglese, attraverso le dichiarazioni di Simon e di Wallace ai Comuni il 9 febbraio c. a., pur chiarendo che tale clausola riguarda solo l'oro tenuto da *cittadini inglesi*, ha confessato che essa è stata appunto conservata allo scopo preciso di scoraggiare il tesoreggiamento dell'oro e di accelerare « *la concentrazione delle riserve auree nell'interesse nazionale* ». Il Governo, ha spiegato il Wallace, considera il tesoreggiamento di oro *atto anti-sociale*, poichè esso distrae fondi che più utilmente potrebbero impiegarsi nell'industria, nell'agricoltura, nel commercio o in prestiti al Governo; sottrae parte delle riserve auree nazionali al controllo dello Stato; implica ed alimenta la sfiducia nella moneta nazionale. Il Wallace ha aggiunto che la concentrazione dell'oro nelle mani dello Stato (Banca d'Inghilterra e Fondo di Stabilizzazione) è quasi completa. Era stata iniziata al momento della Grande Guerra: proibita l'esportazione, la fusione ecc., le monete d'oro, che circolavano in gran quantità in Inghilterra prima della Guerra avevano finito col non trovare altro sbocco se non nella Banca d'Inghilterra. Le banche ordinarie furono poi, a varie riprese, costrette a cedere parte delle loro riserve di oro al Governo; nella primavera del 1920 gli ultimi stock di oro da esse posseduti erano passati alla Banca d'Inghilterra. La sola Midland Bank ne consegnò in quell'occasione 728 milioni (v. relazione della Midland Bank, gennaio 1921).

(11) Nel caso, per esempio, che i biglietti emessi superino l'ammontare delle riserve *al prezzo corrente*, rispettivamente, dell'oro e dei titoli, le Autorità possono ristabilire l'equilibrio con un *trasferimento di titoli*, anzichè di oro, dal Fondo all'Issue Dept. È ovvio che in questo caso si attua un vero e proprio aumento della *circolazione fiduciaria*; ma è questo un potere che le Autorità hanno in base alla clausola 8 del Currency Act 1928.

che induce la Banca a variare anche le sue riserve auree, con acquisti o vendite di oro al Fondo.

L'evoluzione dal « currency principle » del Bank Act 1844 al nuovo principio del Currency Act 1939 è stata lenta, graduale: prova ne è il fatto che il Currency Act 1939, a malgrado della sua enorme importanza dottrinale, non ne ha avuto alcuna pratica. Una serie di provvedimenti contingenti, provvedimenti, si potrebbe dire, « di fortuna », presi dal Governo inglese in vari tempi, ne avevano completamente esautorato l'importanza pratica, realizzando con notevole anticipo i risultati pratici cui esso porta. Così l'aumento della circolazione fiduciaria del 6 gennaio c. a., reso possibile da una clausola, la cui importanza a prima vista poteva anche sfuggire, del Currency and Bank Notes Act, 1928, ha esautorato l'importanza pratica di una Legge che rivaluta al prezzo corrente di mercato, lo stock di oro della Banca; il risultato pratico cui essa mira — garantire la copertura legale dei biglietti in circolazione, anche dopo che la Banca ha messo gran parte del suo oro a disposizione dell'Exchange Equalisation Account — era infatti già stato ottenuto, in una maniera altrettanto semplice, alzando il livello della circolazione fiduciaria. L'aumento dell'emissione fiduciaria a 36 miliardi poteva però dare, ed effettivamente dette una cattiva impressione al pubblico: l'importanza pratica del nuovo Bill consiste in gran parte nell'aver corretto tale « penosa impressione » (12). Rivalutando lo stock di oro rimastole al prezzo corrente di mercato, valutandolo cioè 148 scellini, anzichè 85, l'oncia, la Banca d'Inghilterra ha oggi uno stock di oro non di 11 miliardi e 300 milioni, ma di 19 miliardi e 800 milioni (+ 8 miliardi e mezzo), per

(12) Ecco il miglioramento che si verifica nella situazione della Banca d'Inghilterra:

Proporzione	Prima del trasferimento di oro del 6 gennaio %	Dopo il trasferimento del 6 gennaio %	Dopo la rivalutazione %
Oro - circolazione effettiva .	70,37	27,25	47,65
Oro - impegni a vista . . .	51,67	20,01	34,49

(fonte: Financial News del 2 febbraio 1939)

Per chi tiene ancora alle buone « proporzioni » della riserva la situazione è certo migliorata.



cui, per coprire i biglietti emessi (47 miliardi e 300 milioni circa) bastava che il livello dell'emissione fiduciaria fosse portato a 27 miliardi e mezzo. Con lo stesso Currency Bill del 1 febbraio, la circolazione fiduciaria inglese è stata appunto ridotta da 36 a 27 miliardi (13).

Come altra prova di questa gradualità può esser citato il caso dei profitti della rivalutazione. Oggi che tutto l'oro posseduto dall'Inghilterra, oro calcolato oltre 88 milioni di oncie (14) viene le-

---

(13) La riduzione dell'emissione fiduciaria è stata quindi di 9 miliardi; ma poichè l'aumento di valore della riserva aurea della Banca è solo 8 miliardi e 1/2, mezzo miliardo di biglietti sono venuti a trovarsi improvvisamente senza alcuna copertura legale e pertanto avrebbero dovuto essere soppressi.

La cancellazione dei 500 milioni rimasti scoperti non avrebbe tuttavia costituito una riduzione della circolazione del Paese, poichè l'Issue Dept. avrebbe ritirato questi biglietti non dalla circolazione effettiva ma presso l'altro Dipartimento, il Banking Dept.: avrebbe venduto, cioè, i titoli di Stato che rappresentavano la loro copertura, e che ora non gli servivano più (dato che il volume « normale » dell'emissione fiduciaria era stato ridotto, e le Autorità non ritenevano il caso di ricorrere alla clausola 8 dell'Act del 1928), non sul mercato libero, ma, internamente, all'altro Dipartimento, quello Bancario, della Banca d'Inghilterra. Vendendo tali titoli sul libero mercato, nella Borsa londinese, l'Issue Dept. avrebbe sottratto i biglietti da cancellare alla circolazione del Paese, poichè con altrettanti biglietti sarebbero stati pagati i titoli da lui venduti. Ma l'Issue Dept. non ricorre mai ad operazioni come questa, che è una vera e propria « open market operation »; l'Issue Dept. non tratta altro che con suo fratello, il Banking Dept., o con il Fondo di Stabilizzazione. Vendendo tali titoli al Banking Dept., l'Issue Dept. ottiene lo stesso di essere pagato in biglietti (egli deve cancellare questi biglietti in più), con parte appunto dei biglietti che il Banking Dept. tiene sempre in riserva. Si avrà così soltanto questo: che mentre la circolazione del Paese rimane intatta, la riserva dei biglietti del Banking Dept. è ridotta (sono invece aumentati i suoi investimenti, per l'acquisto dei titoli dell'Issue Dept.). *Resta ora al Banking Dept. considerare se la riserva è divenuta troppo piccola in confronto ai propri impegni (depositi):* giudicare se può bastare così oppure se è il caso di vendere, a sua volta, parte di quei titoli di Stato sul mercato (« open market operation ») onde riportarla ad una proporzione più tranquillizzante rispetto agli impegni.

Il Banking Dept. non ha dovuto però, per questa volta, risolvere un simile problema. Infatti il 1 marzo, al momento di redigere il primo bollettino in base alla nuova legge, l'Issue Dept. provvedeva ad acquistare un pò più di 1/2 miliardo di oro, *grazie al quale ha potuto coprire tutti i biglietti emessi.* In altre parole, l'Issue Dept. vendeva i titoli, ad esso esuberanti, non al mercato nè al Banking Dept., ma all'Exc. Eq. Account, il quale, per il diminuito bisogno di difesa della sterlina, in questi ultimi tempi, ha potuto accondiscendere a cedere una piccola parte della massa di oro di cui dispone per il suo lavoro.

(14) Tale era la cifra presunta alla data 11 gennaio 1939 e da allora l'Inghil-

galmente rivalutato da 85 scellini a 148 l'oncia, dovrebbe risultare un plus valore fortissimo, un « profitto » elevatissimo per lo Stato o la Banca. Intendiamoci: si tratterebbe in ogni modo di un profitto « *sulla carta* »; potrebbero cioè le Autorità ed il pubblico inglese compiacersi a scrivere, uno accanto all'altro, i due valori dello stock aureo, prima e dopo la rivalutazione, e tirare la differenza facendoci sotto tanti fregghi rossi e accanto tanti punti esclamativi: il « profitto » di una rivalutazione dello stock aureo è tutto quì, in questo breve attimo di euforia. Ma guai, per carità, se il Governo si mettesse in testa di concretizzare questo suo « profitto » ed il pubblico s'illudesse di pagare per l'avvenire meno tasse: per realizzare questo « profitto » non ci sarebbe infatti altro che un modo: stampare una massa equivalente di biglietti e metterli in circolazione: cioè una bella inflazione. Un simile modo di realizzare « profitti » è, del resto, anche alla portata dei popoli che non hanno punto oro da rivalutare. Ma nel caso della rivalutazione inglese, questo enorme « profitto sulla carta » non c'è neppure stato; infatti, prima ancora del Currency and Bank Notes Bill 1939, il Finance Act del 1932 aveva provveduto alla creazione di un Fondo di Stabilizzazione dei cambi, autorizzato a contrattare oro e a valutarlo al prezzo effettivo di mercato; e poichè quasi 2/3 dell'oro inglese sono in possesso del Fondo di Stabilizzazione, la rivalutazione disposta dalla nuova Legge non si applica praticamente altro che ad una ultima, piccola parte delle riserve auree inglesi; ed è appunto questa che ha consentito la riduzione della circolazione fiduciaria. Ma per la gran massa delle riserve inglesi la valutazione al prezzo effettivo di mercato è in vigore non a partire dal 2 marzo 1939 ma fin dal 1932, grazie al Finance Act istituyente l'Exchange Equalisation Account (15), ed essa non ha dato luogo a giganteschi profitti, *neppure sulla carta*, poichè molto di quell'oro fu comprato al prezzo effettivo di mercato. Anzi, mano a mano che il

---

terra non ha subito ulteriori forti perdite di oro. Quasi tutto l'oro che ancora scivola via, in gennaio ed in febbraio, da Londra verso gli Stati Uniti è oro affluito dal Continente.

(15) È bastato, così, che il 6 gennaio le Autorità *trasferissero l'oro dalla Banca all'Exc. Eq. Account*, perchè esse avessero a disposizione non già 18 miliardi di oro, ma l'intero valore di tale massa d'oro al prezzo effettivo di mercato: cioè 31 miliardi e 1/2. Era questo — nota l'Einzig — un differente metodo di liberare il « surplus » del valore delle riserve auree inglesi, anche senza una Legge che sancisse la rivalutazione (v. Financial News del 2 febbraio 1939).



prezzo dell'oro saliva, aumentava il *passivo* del Fondo — e dello Stato, in definitiva — poichè per comprare tutto l'oro che gli veniva offerto, il Fondo doveva ricorrere a prestiti del mercato, facendo scontare i « buoni del Tesoro » di cui era dotato (16): più alto era il prezzo dell'oro, più alto era il volume dei prestiti necessari, più alto quindi l'importo degli « interessi » da pagare. Se poi la gestione del Fondo e tutto quell'oro non hanno causato « perdite » allo Stato, anzi sembra gli frutteranno un certo profitto, *reale questo*, lo si deve, da un lato, al fatto che, per l'abbondanza dei fondi monetari esistenti a Londra — e dei quali l'oro stesso era la contropartita — il Tesoro ha potuto ottenere prestiti a tassi mitissimi, dall'altro, al fatto che le Autorità hanno speculato sulla precipitazione che stranieri ed inglesi avevano, prima, di convertire divise estere, ovvero l'oro, in sterline, poi di riconvertire le sterline in oro ovvero divise estere (dollari), dandogli, la seconda volta, un po' meno oro per sterlina di quel che non usasse prima.

Lungi quindi dal far apparire ad un tratto un enorme « profitto di rivalutazione » e dal poter indurre le Autorità inglesi ad approfittarne scatenando una altrettanto enorme inflazione, la rivalutazione delle riserve auree inglesi, proposta dal Governo il 1 febbraio ed approvata dal Sovrano il 28 febbraio, era stata attuata in gran parte fin dal 1932 dalle Autorità monetarie inglesi, le quali hanno per lunghi anni sopportato con francescana moderazione l'enorme massa di oro risultante indirettamente dalla svalutazione della sterlina.

Così si spiega come mai una importante decisione come quella presa dall'Inghilterra nel febbraio del corrente anno abbia inciso sulla situazione monetaria e creditizia inglese — come risulta dal confronto dei due bollettini della Banca d'Inghilterra, immediatamente

---

(16) Non di « sterline », ma di « buoni del Tesoro » — cioè, per dirla in poche parole, dell'autorizzazione a prendere in prestito, sul mercato, il denaro per acquistare le divise estere e l'oro — il Fondo era stato, appunto, dotato; poichè il Governo inglese non voleva inflazione, neppure se « aurea » inflazione. (Per maggiori schiarimenti sul ruolo importante di questa « dotazione in buoni del Tesoro » del Fondo, si veda: *art. cit.* pag. 44). Dotando il nascente Fondo di Stabilizzazione, non di sterline, frutto dell'ipotetico « profitto » di rivalutazione dell'oro della Banca, ma di « buoni del Tesoro » — al contrario di quanto hanno invece fatto il Governo americano e francese — il Governo inglese dimostrava, fin dal 1932, di voler rinunciare ai fittizi profitti di una abolizione del vecchio prezzo di statuto dell'oro, quale è appunto operata dal nuovo Currency Act.

prima e dopo la grande operazione (17) — solo con un aumento della circolazione di 118 lire sterline, pari a *diecimilaseicentoventi lire nostre!*

Ma la miglior prova della gradualità dell'evoluzione monetaria inglese è la scarsa emozione e la nessuna reazione destata da una simile innovazione nell'opinione pubblica inglese. L'opinione pubblica era, infatti, più che matura per un simile cambiamento: essa si era ormai potuta rendere perfettamente conto del ruolo, in definitiva, secondario, che nell'economia moderna è tenuto dai biglietti della Banca, dalla moneta cosiddetta « legale ». « Il vecchio principio che l'offerta di potere d'acquisto legale, cartaceo, era il fattore operante nell'intera economia monetaria, la quale deve essere rigidamente controllata cosicchè l'intera economia possa essere mantenuta stabile, è stato abbandonato. Le fluttuazioni nella emissione dei biglietti sono ora riconosciute essere la conseguenza, piuttosto che la causa, di cambiamenti nella struttura del credito, ed il controllo, se deve essere applicato, deve essere applicato altrove » — nota, per esempio, l'Economist (18), ripetendo del resto quanto è ormai da tempo scritto in molti libri di testo ed ufficialmente riconosciuto, in Inghilterra stessa, dal MacMillan Committee. Ma vi è qualcosa di più da notare nell'evoluzione dell'opinione inglese: non solo l'esperienza di questi ultimi decenni, quella soprattutto delle inflazioni creditizie del periodo bellico e post-bellico, ha fatto comprendere che l'oggetto del controllo va cambiato, che non alla moneta legale, ma al credito, soprattutto, bisogna pensare e che se si vuole regolare con leggi severe la condotta dei dirigenti della Banca Centrale, queste leggi devono aver di mira non l'Issue Dept., ma il Banking Dept. dalla cui condotta in definitiva dipende lo stato del credito (19); ma, inoltre, la percezione sempre più

(17) Estratto dei bollettini della Banca d'Inghilterra (in lire sterline) al:  
22 Febbraio 1939    1 Marzo 1939

Biglietti Emessi:

in circolazione . . . . .	472.734.976	478.448.520
nel Banking Dept. . . . .	53.679.381	47.965.955
<b>TOTALE . . . . .</b>	<b>526.414.357</b>	<b>526.414.475 ( + 118 )</b>
Emissione Fiduciaria . . . . .	400.000.000	300.000.000
Oro . . . . .	126.414.357	226.414.475

(18) Cfr. « *The Currency and Bank Notes Bill* », THE ECONOMIST fascicolo II° febbraio 1939, pag. 304.



chiara della profonda complessità della vita economica moderna, induce a non illudersi sull'efficacia di limiti quantitativi e di rigidi principii, applicati anche in questo nuovo campo. E mano a mano che una più profonda conoscenza delle cose fa misurare tutta l'insufficienza dei principî astratti, delle regole di più o meno automatica applicazione, di fronte all'infinita varietà delle azioni umane, sempre più torna in onore e si fa appello ad un fattore fino ad ora spesso deliberatamente scartato: l'abilità, la saggezza, l'opera intelligente dei governanti. « C'è un forte argomento da addursi in favore di una rimozione totale di ogni limite « numerico » e « statutario », *poichè la sola vera salvaguardia è la saggezza delle Autorità preposte al controllo* » (20). Quello che, proprio, maggiormente colpisce, nell'esame del nuovo Currency and Bank Notes Act, sono i poteri dittatoriali di cui oggi godono le Autorità monetarie inglesi: la nuova Legge ottiene, sostanzialmente, una cosa: liberare l'azione della Banca da tutti quei rigidi legami che la vincolavano nelle leggi precedenti. Così svincolandola essa pone nelle mani dei dirigenti della Banca e del Governo ogni potere sulla circolazione del Paese, nessun'altra regola assegnando se non quella tacita di operare per il bene del Paese.

A base di gran parte dell'estensione attuale dei poteri dittatoriali delle Autorità nel campo monetario, come del resto in molti altri, vi è appunto questo riconoscimento della insufficienza dei vecchi principî, la coscienza delle profonde difficoltà che occorre superare ed il sentimento, sempre più generale, che solo la saggezza e l'autorità di chi tutti sovrasta e più di tutti ha potere, potrà superarle.

Valeva la pena attardarsi ad esaminare questa rivoluzionaria Legge inglese sulla circolazione, perchè essa mirabilmente rispecchia la posizione in cui oggi è venuto a trovarsi l'oro nel sistema monetario delle moderne Nazioni, ed illumina, come ho già detto in principio, il grado di evoluzione che, sotto la spinta degli eventi fortunosi del 1938, ha raggiunto l'intero « problema dell'oro ». L'importanza attribuita al Currency and Bank Notes Act 1939 non sembrerà forse

---

(19) Nella nota 13 a pagina 323 abbiamo visto, per esempio, come sia il Banking Dept. a decidere, in ultima analisi, sull'influenza che eserciteranno, sulla situazione monetaria e creditizia del Paese, variazioni della riserva dell'Issue Dept. Ma anche in assenza di queste, il Banking Dept., si potrebbe dire, *per virtù propria*, può, a mezzo delle ben note « operazioni sul libero mercato » o della manovra del tasso dello sconto, esercitare una grande influenza sul credito e sulle banche.

(20) THE ECONOMIST, *art. cit.*

eccessiva a chi consideri che con esso l'Inghilterra ha estirpato dal suo sistema monetario le radici del cosiddetto « sistema internazionale della base aurea » (gold international standard), quale esso funzionò effettivamente, o, almeno, fu ritenuto funzionare, prima della guerra, nel mondo; e mediti tutta la vastità dei problemi che l'attitudine dell'Inghilterra solleva nel campo monetario internazionale, e perciò degli scambi tra le Nazioni, e tutte le imprevedibili conseguenze che può avere questa evoluzione nei confronti dell'oro, *ricordando* che fu l'Inghilterra, prima fra le grandi Nazioni, a dar l'esempio, nel 1816, abbandonando l'argento ed instaurando il monometallismo aureo, *ricordando* che fu l'Inghilterra, nel 1931, a dar l'esempio, sospendendo il gold standard (21).

\* \* \*

Se ora passiamo al documento americano, vediamo che la relazione al Congresso degli Stati Uniti del Federal Reserve Board, in data 31 gennaio c. a., costituisce quel che si dice « il rovescio della medaglia » nei confronti del Currency and Bank Notes Act 1939, inglese. Il Currency and Bank Notes Act 1939 è una conseguenza dell'esodo di oro dall'Inghilterra durante il 1938; la relazione 1939 del Federal Reserve Board si accentra, e ne è tutta caratterizzata, sul fenomeno opposto: l'afflusso di oro negli Stati Uniti ed i problemi che esso suscita nel sistema monetario-bancario americano. Il primo documento ci dice, con molte perifrasi, che molto oro è partito o sta per partire; questo ci illumina su dove l'oro va a finire.

Strano a dirsi, tra chi ha perso l'oro e chi lo ha ricevuto, il più imbarazzato sembra proprio il secondo. Il Governo inglese col suo Currency Bill dimostra di sapersela cavare e di essere in grado ancora di dominare la situazione. Del resto è ben noto che l'oro non rappresenta altro che « la prima linea di difesa » della sterlina ed una

---

(21) Va inoltre tenuto presente come, per gli sforzi tenaci di Londra, si vada sempre più nettamente profilando sulla faccia della terra un'ampia zona, la quale già ora comprende vasti territori posti in tutti i punti del globo e che continua ancora ad ampliarsi per l'adesione di nuovi Stati — *zona che rappresenta i 2/3 del commercio mondiale* — nella quale è stata adottata come moneta comune non l'oro, ma la lira sterlina, e nella quale i trasferimenti dell'oro sono stati sostituiti dalle compensazioni dei crediti e dei debiti, Londra agendo da centro di compensazione, pronta ad intervenire, con abili finanziamenti, per correggere eventuali squilibri.



prima « riserva » per i tempi cattivi; i già considerevoli 55 miliardi di oro hanno, infatti, dietro di sè 180 miliardi circa di azioni ed obbligazioni di ogni specie e di ogni Paese, accumulati con gli anni dai capitalisti inglesi, investimenti che potrebbero, in caso di bisogno, esser realizzati abbastanza facilmente (22). Non lo stesso grado di sicurezza si trova, invece, nella relazione del Federal Reserve Board: basti dire che dopo aver riassunto gli eventi del 1938 e degli anni immediatamente precedenti, dopo aver a lungo analizzato l'attuale situazione ed aver messo in luce i pericoli che essa presenta, la relazione termina senza essere in grado di specificare qualche rimedio preciso da opporre ad essa, salvo una richiesta generica di « maggiori poteri » per il Board, e conclude, piuttosto lugubramente, coll'affermare che solo l'esperienza futura potrà dirci se una tale situazione è veramente fonte di gravi mali e qual grado in intensità essi possono raggiungere.

Il Federal Reserve Board ha tenuto quest'anno a richiamare l'attenzione del Congresso e del Paese su una importantissima trasformazione verificatasi nel sistema monetario degli Stati Uniti. La trasformazione è questa. Un tempo, in conformità del resto, ai dettami della dottrina prevalente, le « riserve » delle banche affiliate al Fe-

---

(22) Il Financial News proponeva, recentemente, di istituire un « registro volontario » dei cittadini possessori di titoli esteri, così come già esiste un registro volontario per l'arruolamento nelle forze armate.

La vendita di titoli è stata già, durante la guerra mondiale, uno dei mezzi con cui le potenze belligeranti hanno potuto procurarsi un « potere d'acquisto » nei Paesi neutrali ed una delle vie attraverso le quali i mali dell'inflazione hanno intaccato anche l'economie al riparo da quelli della guerra. Anche senza speciali agevolazioni creditizie, solo vendendo i loro titoli a banche o a capitalisti del posto, i Paesi combattenti hanno ottenuto un eccezionale potere d'acquisto sui mercati neutrali e la possibilità di prelevare, dalla loro produzione annua, una gran parte per i propri bisogni, senza essere obbligati in cambio ad inviargli nessun prodotto, nessuna scorta di materie prime, o rendere speciali servizi. A malgrado del forte ritmo cui era spinta la produzione, la popolazione dei Paesi neutrali si è vista ridurre la quantità di beni necessari alla soddisfazione dei propri bisogni (inflazione) ed ha dovuto fare anch'essa sacrifici abbastanza gravi. Le esportazioni erano stimulate esageratamente, mentre l'alto costo della vita riduceva gravemente il tenore di vita della gran massa della popolazione. Un tale strano andamento delle cose non si spiega se non aggiungendo che gruppi di capitalisti e le banche erano invece avvantaggiati da quel mercato di titoli e di buon grado promuovevano ed attuavano l'espansione creditizia necessaria ad assorbirli tutti, pure a costo di imporre in tal modo, all'intera Nazione, un vero e proprio « risparmio forzato ». (Cfr. su questo punto: CASSEL, *Money and Exchanges after 1914*, Cap. III).

deral Reserve System — il quale è un organismo, a più elementi, ma con un unico cervello, che sostituisce negli Stati Uniti la Banca Centrale del tipo europeo — avevano la tendenza a mantenersi in una definita proporzione con gl'impegni delle banche stesse verso il pubblico (« depositi »), proporzione che era nè più nè meno quella stabilita dalle apposite Leggi sull'attività delle banche. Anzi, per lo più, le banche americane tendevano a spingere le loro attività (prestiti, investimenti ecc.) oltre il limite consentito, utilizzavano cioè in impieghi lucrosi anche quella parte della moneta, ricevuta in deposito dai loro clienti, che avrebbero dovuto, a norma di legge, tenere « a riserva ». Onde mettersi a posto con la Legge, esse erano allora costrette a ricorrere, a loro volta, a prestiti dalle Banche della Riserva Federale, alle quali però spettava, in definitiva, stabilire sia il volume sia il costo degli aiuti da concedere alla banche. Da questo stato di cose derivava forzatamente un continuo controllo del Federal Reserve System sull'attività delle banche, sul volume dei loro prestiti e dei loro investimenti, in una parola sulle condizioni del credito del Paese. Oltre infatti alla possibilità di ricorrere alle cosiddette « operazioni sul mercato libero » per frenare o promuovere (nei limiti naturalmente di quel che è possibile ottenere con l'intervento delle Autorità monetarie) l'espansione del credito, il Federal Reserve System poteva premere sulle banche grazie al fatto che da lui dipendeva il volume ed il costo delle riserve, si potrebbe dire, « marginali » delle banche.

Nel 1935 il potere del Federal Reserve System sulle banche americane è stato ancora rafforzato grazie al diritto, concesso al Board dalla clausola 19 del Banking Act approvato in quell'anno, di aumentare od abbassare, in caso di bisogno ed entro certi limiti, la proporzione delle *riserve legali*. Oggi tutto questo è finito: come una inondazione che finisce per sommergere gli stessi secchi con i quali ci si era illusi di combatterla, e che ora si vedono giacere lontani nel fondo, sempre più piccoli sotto lo strato sempre più grande di acqua, *la paurosa espansione delle riserve delle banche americane oltre ogni « proporzione legale » ha messo fuori uso le « operazioni sul libero mercato », il controllo sul volume e sul costo delle riserve « marginali », ed il potere di variare le riserve legali* (23). L'eccedenza delle

---

(23) Non vi è più possibilità di controllo mediante il rialzo delle « riserve legali », poichè il Federal Reserve Board, in base alla clausola 19 del Banking



riserve delle banche americane sopra i minimi prescritti dalle Leggi, raggiungeva il 25 gennaio c. a. il livello di 68 miliardi 400 milioni (24) e tutto lasciava credere che essa, entro pochi giorni, avrebbe

---

Act 1935, poteva aumentarle di una data percentuale (+ 100%), e lo ha già fatto, nel 1936 e nel 1937, esaurendola quasi completamente (75 %). Con quel 25 % che resta disponibile il Federal Reserve System arriverebbe a prosciugare solo una minima parte dell'« excess reserves ». Sarebbe perciò necessario che una nuova Legge estendesse ancora i poteri del F. R. Board.

Non vi è più possibilità di controllo mediante il potere sul volume e sul costo delle « riserve marginali », poichè non vi sono più riserve « marginali »: le banche da tempo hanno cessato di aver bisogno dei prestiti delle Banche della Riserva Federale.

Per quel che riguarda le « operazioni sul libero mercato », neppure ricorrendo alla vendita di tutti i titoli di Stato che attualmente detiene (circa 47 miliardi e mezzo) il F. R. System potrebbe arrivare a riassorbire interamente l'« excess reserves » (grazie all'indebitamento degli acquirenti di tali titoli, ed in definitiva delle banche, le quali fanno da agenti del pubblico, verso di esso). Ma, inoltre, come potrebbe il mercato americano digerire tanti titoli di Stato senza un forte tracollo del loro prezzo, tracollo che metterebbe fine alla politica di « cheap money » del Governo, così necessaria dato il succedersi di colossali deficit del suo bilancio, ed in pericolo l'intero sistema bancario che oggi è, anche negli Stati Uniti, sovraccarico di titoli di Stato. Tuttavia, proprio in quest'intricatissimo stato di cose ora esaminato, il Federal Reserve Board scorge una delle poche ancora di salvezza. Il suo ragionamento è press'a poco questo. In questi ultimi anni le banche, per il caos economico che regna in America, non hanno trovato niente di meglio da fare che ingolfarsi negli investimenti in titoli di Stato; questo è incrementosi per le banche, ma presenta qualche lato buono per le Autorità incaricate del controllo del sistema bancario. Infatti se oggi il mondo degli affari americano si mettesse su una brutta strada, se sorgesse il pericolo di un « boom », di una inflazione del tipo 1929, se i prezzi delle merci e dei titoli salissero alle stelle, la vendita massiccia di titoli di Stato da parte del F. Reserve System, potrebbe causare una perdita fortissima alle banche, seminare il panico fra di esse, « to make them responsive to restraint », costringerle cioè più facilmente a tagliare i crediti agli speculatori, a richiamare i prestiti troppo largamente concessi, a seminare, a loro volta, il panico nel mondo degli affari, precipitando la Nazione in una crisi di deflazione. « Badate, se voi sarete pazzi, io sarò più pazzo di voi » — par che dica il F. Reserve Board; e con la minaccia di essere più pazzo di tutti, esso spera, in mancanza di altri mezzi efficaci di controllo, di tenere buoni tutti. Del resto gli eventi del 1937 sembrano dargli ragione; la crisi che tagliò presto le gambe al boom del 1936-37 fu proprio originata da una manovra del genere; anzi, in gran parte, dal solo annuncio di una politica restrittiva.

(24) Va, per la precisione, notato che l'aumento inquietante delle « excess reserves » americane, alla fine del 1938 nei confronti della fine 1937, è anche in parte l'effetto della politica del Governo americano, il quale, di fronte alla nuova crisi scoppiata nella primavera del 1937, ha rilasciato parte dell'oro sterilizzato

superato i 76 miliardi: *in tali condizioni non vi è più alcuna possibilità di controllo da parte del Federal Reserve System sugli sviluppi della situazione creditizia americana.* L'attuale situazione del sistema bancario americano è stata paragonata a quella di un battello che na-

---

nel periodo precedente. Dopo il messaggio presidenziale al Congresso dell'aprile 1938, col quale si bandiva una nuova era di espansione deliberata della circolazione e del credito, le Autorità monetarie americane hanno abolito il « Fondo inattivo », creato nel dicembre 1936 per sterilizzare l'oro che affluiva dall'estero negli Stati Uniti, mettendo in circolazione i 26 miliardi 600 milioni di oro che esso conteneva. Le Autorità, cioè, hanno stampato 26 miliardi 600 milioni di nuovi « gold certificates » e col provento della cessione di essi alle Banche della Riserva Federale hanno incominciato a riscattare — *gradualmente*, 50 milioni alla settimana, sembra — i « buoni del Tesoro » da esse precedentemente emessi onde ottenere i mezzi necessari all'acquisto di tutto quell'oro. Mano a mano che i « buoni del Tesoro » venivano riscattati, l'oro entrato negli Stati Uniti e ammonticchiato nelle casseforti della Tesoreria di Stato cessava di avere per contropartita e per *neutralizzatore* « buoni del Tesoro » emessi sul mercato, e pertanto le risorse affluite alle banche sotto forma di depositi da parte di chi aveva ritirato fondi all'estero o da parte di stranieri che mettevano al sicuro i loro capitali oltre oceano, *rimanevano, completamente libere, a disposizione delle banche e dell'attività economica privata degli Stati Uniti.*

In aggiunta a questo provvedimento, sempre nell'aprile '38, le Autorità americane riducevano la proporzione delle riserve legali, per gl'importi seguenti:

*conti correnti:* da 26% a 22% per le banche in città ove esiste una Central Reserve Bank;

da 20% a 17% per le banche poste in città ove esiste una Reserve Bank;

da 14% a 12% per le altre banche del Paese;

*depositi vincolati:* da 6% a 5% per tutte le banche.

Venivano così liberati, per impieghi produttivi, circa 14 miliardi 250 milioni precedentemente tenuti come « riserva obbligatoria » (cfr. « *Revue de la Situation Économique Mondiale* 1937-38, pag. 113; S. D. N. Geneve, 1938).

In compenso però quando nell'estate-autunno 1938 (crisi cecoslovacca) l'afflusso di oro divenne ancor più notevole, le Autorità ne attutirono di molto l'urto sul sistema monetario bancario americano. L'oro infatti non venne automaticamente *monetizzato* man mano che entrava, emettendo nuovi « gold certificates » con lo stesso ritmo con cui si accresceva la riserva metallica della Tesoreria di Stato, alla quale appunto spetta l'acquisto di tutto l'oro offerto sul mercato degli Stati Uniti. Dal 29 giugno al 6 ottobre lo stock di metallo aumenta di 16 miliardi 150 milioni, mentre i « gold certificates » aumentano solo di 6 miliardi 289 milioni (cfr.: « *corrispondenze dagli U. S. A.* » *ECONOMIST*, fascicoli del 15 e 22 ottobre 1938). Ciò dimostra che, a malgrado non sia stato proceduto ufficialmente alla restaurazione dell'Inactive Fund, le Autorità americane, *grazie alla effettiva, assoluta libertà d'azione di cui godono*, hanno ricominciato, senz'altro, a sterilizzare l'oro.



viga con enormi vele, tutte spiegate, in una zona battuta dai cicloni: da un momento all'altro, senza che si possa fare in tempo a ripiegare le vele, uno di questi può portarlo alla rovina. Gli Stati Uniti non temono forse i cicloni; ma hanno dimostrato di essere facilmente soggetti a non meno rovinose inflazioni del credito.

Situazione tanto più pericolosa poichè contemporaneamente all'aumento dell'« excess reserves », vale a dire, dell'eccedenza delle riserve sui minimi prescritti, in questi ultimi anni si verifica pure un forte aumento dei « demand deposits » — corrispondenti ai nostri « conti correnti », — i quali salgono, nelle 101 principali città americane, da 146 miliardi, nel marzo 1933, a quasi 307 miliardi il 25 gennaio c. a. Sebbene non si abbiano dati, perfettamente comparabili con i più recenti, che ci permettano di fare un confronto diretto con l'ammontare dei « demand deposits » in queste stesse città nel periodo 1928-29, cioè nel periodo culminante della grande attività e prosperità del decennio precedente, si può tuttavia giustamente ritenere che l'ammontare dei « demand deposits », allora, non fosse poi di molto superiore alla cifra da noi riportata per il 1933. Si vede quindi tutto il pericolo dell'attuale situazione: i « demand deposits », quelli che costituiscono generalmente la parte più attiva ed importante della circolazione di una Nazione, la vera moneta moderna, sono in questi ultimi anni raddoppiati sebbene l'attività produttiva sia lungi dall'essere anch'essa raddoppiata, ed il volume della produzione ed il livello dei prezzi si mantengano molto inferiori ai massimi raggiunti nel 1928-29.

*Vi è quindi oggi in gioco, negli Stati Uniti, un fattore il quale ha causato una espansione enorme delle riserve delle banche, sottraendo il sistema creditizio degli Stati Uniti al controllo del Federal Reserve Board, ed ha inoltre causato un aumento fortissimo della moneta bancaria, che ha sostanzialmente levato ogni efficacia al controllo del Board, e delle stesse banche, sull'intero sistema monetario americano. Se, fino ad ora, l'enorme « liquidità », delle banche e del pubblico, da esso causata, non ha portato a perturbazioni più gravi dell'economia americana, si deve al fatto che le banche, per prudenza o per impossibilità vera e propria, non utilizzano quanto è normalmente possibile i mezzi di cui dispongono e li lasciano « sterili » in deposito presso le Banche della Riserva o nelle loro casseforti; si deve inoltre al fatto che anche i privati non utilizzano, quanto è normalmente desiderabile, il denaro di cui dispongono e lasciano inat-*

tivi, salvo continuamente aumentarli, i loro sproporzionati « conti correnti » presso le banche (25). Se, ora, dall'analisi della situazione monetaria-bancaria americana risaliamo alle cause che l'hanno determinata, vediamo che non la politica espansionista dell'Amministrazione Roosevelt (26), o un qualche altro fattore d'origine prettamente americana, ne è responsabile, ma *unicamente l'afflusso di oro da tutte le parti del mondo alla volta degli Stati Uniti*.

Il Governo americano ha potuto pervenire ai suoi obbiettivi inflazionistici (27) « *portato dalla corrente* » stessa dell'oro; gli è bastato cioè lasciare che l'oro affluito negli Stati Uniti esercitasse liberamente, in conformità del resto ai precetti della politica monetaria più ortodossa, la sua azione sulla circolazione ed il credito interno. Sono i continui acquisti, da parte della Tesoreria degli Stati Uniti, di oro offerto sul mercato americano, che hanno aperto la via all'espansione delle riserve delle banche americane. Con tali acquisti la Tesore-

(25) Questa evoluzione appare chiaramente dal seguente prospetto che riporta i dati per le banche affiliate al F. R. System che compilano regolarmente bollettini sulla loro situazione, di 101 città tra le più importanti degli Stati Uniti:

(in miliardi di lire italiane)

Marzo	Prestiti	Investimenti Titoli Gov.	Riser. presso vari F. R. Banks	«Demand Deposits»	Depositi vincolati dalle F. R. Banks	Prest.
1929	313,3	113,6	22,5	*	129,9	14,0
1933	169,4	89,6	60,0	27,7	146,0	90,3
25 Genn.						11,8
1939	157,3	188,4	61,3	144,3	306,9	100,7
						—

(\*) dato non comparabile con quelli del 1933 e 1939).

Si nota subito la sparizione delle riserve « marginali » (ultima colonna) e l'espansione formidabile delle « *riserve presso le F. R. Banks* », insieme col fortissimo aumento dei « *demand deposits* ». Notevole pure l'aumento degli *investimenti in titoli del Governo*, che compensa, in parte, la forte contrazione dei *prestiti* e degli investimenti a carattere privato: cioè *investimenti vari* in titoli società industriali ecc. Vi è infine una certa contrazione dei « *depositi vincolati* ».

(26) Per quanto spesso si parli della politica inflazionista dell'attuale Governo americano, l'esame delle situazioni, qui riportate, delle Federal Reserve Banks e della Tesoreria degli Stati Uniti, attraverso le quali avrebbe dovuto necessariamente passare l'inflazione, non rivela alcuna traccia di essa:



ria, e per essa, le Banche della Riserva Federale, si sono indebitate verso gl'istituti o singoli privati importatori di oro, a loro volta rappresentati dalle banche ordinarie del Paese; mentre di fronte all'aumento dei « debiti » verso le banche ordinarie, le F. R. Banks potevano allineare l'aumento delle « riserve » grazie ai nuovi « gold certificates » emessi dalla Tesoreria sulla base dell'oro acquistato.

Salvo nel 1934, in cui la più gran parte dell'aumento è risultata

*Estratto delle situazioni delle Federal Reserve Banks e della Tesoreria degli Stati Uniti (in miliardi di lire italiane).*

fine Marzo	Moneta eff. in circolaz.	Cred. concesso dalle F. R. Banks.			Tot. moneta eff. in circ. cred. F. R. Banks	Riserve auree S. U.	Riserve ban- che affiliate	Ecced. riserve
		Sconti	Inv. titoli Governò	Vari				
1929	90,2	24,6	3,2	1,3	119,3	79,5	44,7	0,7
1933	120,0	13,8	34,9	0,1	169,8	81,3	37,0	4,7
25 Genn.								
1939	125,8	0,1	48,7	0,2	174,8	278,1	174,1	68,3

Dalla fine del marzo 1933 al 25 gennaio 1939 la moneta effettiva in circolazione è aumentata solo di 5 miliardi 800 milioni, mentre d'altro lato l'espansione delle riserve delle banche attribuibile all'espansione del credito delle F. R. Banks non supera i 200 milioni. I piccoli acquisti, sul mercato, di titoli del Governo compiuti nel 1933 dal F. R. System, « operazioni sul libero mercato » dirette appunto a promuovere l'espansione del credito, sono stati quasi completamente compensati dalla sparizione dei pochi « risconti » che prima le F. R. Banks effettuavano. Le grandi « open market operations » ed il forte aumento della « money in circulation » sono, se mai, precedenti al marzo 1933. I 5 miliardi 800 milioni di aumento della moneta effettiva, sommati ai 200 milioni di aumento del credito concesso delle F. R. Banks, non possono certo spiegare l'aumento di 137 miliardi delle riserve delle banche americane: l'unica spiegazione possibile ci viene dalla colonna: « riserve auree » degli Stati Uniti.

(27) Di questi obiettivi l'unico effettivamente raggiunto, unico beneficio portato da questa enorme « liquidità », è stato il ribasso del tasso d'interesse corrente; ma per il resto, mentre l'offerta potenziale di credito si è andata continuamente accrescendo, la domanda, come abbiamo visto, è rimasta completamente atrofizzata. Le spese fantastiche del Governo e l'aumento del debito pubblico, che hanno portato ad un aumento degli investimenti in titoli di Stato da parte delle banche — vero e proprio finanziamento *indiretto* dell'attività economiche, tramite il Governo — mal compensano la riduzione della domanda cosiddetta *normale* di credito. Il ribasso del tasso d'interesse non ha quindi, finora, visibilmente giovato altro che allo stesso Governo, il quale ha potuto compensare un po' l'aumento del debito pubblico da circa 304 miliardi (nel 1930: inizio dei deficit del bilancio americano) a quasi 741 (dicembre 1938), ha potuto cioè compensare il costo dei suoi tentativi di rianimare l'economia nazionale, con la riduzione del tasso d'interesse pagato: 2,58 % nel dicembre 1938 in confronto a 3,80 nel dicembre 1930. L'aggravio per interessi pubblici sale così solo da 11 miliardi e 1/2 a poco più di 19.

artificialmente dalla rivalutazione delle riserve auree (28), l'aumento dello stock aureo degli Stati Uniti è, infatti, l'effetto esclusivo di importazioni di oro: 21 miliardi e 1/2 nel 1934; 33 nel 1935; oltre 21 nel 1936; 30 nel 1937; 37 e 1/2 nel 1938 (29). L'importanza di queste cifre risalta maggiormente se si confrontano con i dati della produzione mondiale di oro in questi stessi anni, dati che sono riportati in un prospetto alla fine. Risulta da quel confronto che gli Stati Uniti stanno, da 5 anni, assorbendo regolarmente ogni anno più oro di quel che non venga prodotto nel mondo intero; e se nel 1934 questo « di più » ha potuto magari essere costituito dall'oro uscito dai nascondigli dell'Oriente (30), da allora il « di più » è dato dall'oro delle Banche Centrali degli altri Paesi (31).

La grande accaparratrice dell'oro è la Tesoreria degli Stati Uniti, la quale *detiene oggi, da sola, più della metà dell'oro utilizzabile per usi monetari.*

Quali le cause di questo afflusso impressionante di oro negli Stati

(28) Tuttavia al Governo americano non può neppure essere imputato il fatto di aver aggravato l'espansione delle basi del credito aumentando artificialmente la riserva aurea con la svalutazione del dollaro, poichè, come si vede dai dati sopra riportati, l'espansione delle basi del credito *non è pari* all'espansione delle riserve auree: gran parte dei « profitti » di rivalutazione sono stati, realmente, *sterilizzati.*

(29) Estratto dall'« *Analisi dei cambiamenti delle Riserve auree degli Stati Uniti* », FEDERAL RESERVE BULLETIN, February 1939, pag. 122.

(in miliardi di lire it.)

Anno	Riserve auree complessive	Aumento nelle riserve auree	Importazione netta di oro
1934	156,5	79,8	21,5
1935	192,2	35,8	33,0
1936	213,9	21,5	21,2
1937	242,4	28,5	30,1
1938	275,6	33,2	37,5

(30) Per effetto dell'alto prezzo dell'oro sul mercato di Londra, dopo la svalutazione della sterlina. La forte offerta di oro da parte dei Paesi dell'Oriente, abitualmente tesoreggiatori del prezioso metallo, è cessata nel 1934.

(31) Dal secondo prospetto riportato alla fine — « *Riserve auree delle Banche Centrali e dei Governi: 1934-38* » — si vede, infatti, che le riserve auree di 26 Paesi d'Europa, a malgrado del forte aumento della produzione aurifera e dell'afflusso di oro dall'Oriente, sono diminuite, alla fine del 1938, di quasi 20 miliardi in confronto al 1934. Diminuite sono pure le riserve degli 8 Paesi dell'Asia ed Oceania, mentre trascurabili aumenti segnano quelle dei 5 Paesi dell'Africa, degli 11 Paesi del Sud America e del Canada.



Uniti? Il Federal Reserve Board stesso, nel suo bollettino del febbraio c. a., ce ne dà uno studio chiarissimo. Come è ovvio i fattori *essenziali* possono ridursi a *due*: *primo*: il saldo attivo del commercio degli Stati Uniti con il resto del mondo, ovvero il fattore « movimento delle merci »; *secondo*: il movimento del capitale. Questo a sua volta può dividersi in: *a) capitale nazionale* che rientra in Patria; *b) capitale estero che entra negli Stati Uniti temporaneamente*, per ragioni commerciali, puramente speculative oppure per ragioni di sicurezza, capitale che considerandosi « di passaggio », rimane per lo più investito in « demand deposits » presso le banche, senza alcun interesse; *c) capitale estero che entra negli Stati Uniti per cercarvi stabile e lucroso impiego*.

Dei centoquaranta miliardi di oro importato negli Stati Uniti a partire dalla stabilizzazione del dollaro (gennaio 1934) fino alla fine del 1938, quasi *quaranta* possono attribuirsi al primo fattore: il saldo attivo della bilancia commerciale degli Stati Uniti. Ottanta miliardi circa rappresentano, invece, secondo il F. R. Board, il movimento di capitale, movimento così costituito: per *un terzo*, capitale *americano* che rientra in patria; poco meno di *un terzo*, capitale *straniero* in cerca di *impiego stabile e lucroso* negli Stati Uniti; un pò più di *un terzo*, infine, capitale *straniero* in sosta *temporanea* negli Stati Uniti.. La massa più importante di quest'ultimo è costituita dalla cosiddetta «hot money», capitali cioè perpetuamente erranti, in cerca della terra più tranquilla; fino a metà 1938 la paura che li spingeva era la paura per l'incertezza finanziaria di vari Paesi, adesso, dalla metà del 1938, è la paura della guerra (32).

Lo schema teorico tradizionale dei movimenti dell'oro e delle forze autocompensatrici non potrebbe esser maggiormente deformato: non solo l'afflusso di oro non provoca alcun rovesciamento della bilancia commerciale degli Stati Uniti (ostacolando, mediante il rialzo dei prezzi interni, le esportazioni ed incoraggiando le importazioni); non solo il ribasso del tasso d'interesse all'interno non spinge gli americani ad investire i loro capitali all'estero, ma la liquidazione delle attività americane all'estero si accelera e si verifica addirittura una

---

(32) Secondo il F. Reserve Board, l'«hot money» attualmente rifugiatasi in America è tutta conseguenza di questa «paura della guerra», poichè l'influenza dell'incertezza finanziaria portò a movimenti considerevoli di capitali, ma in senso contrario, per cui praticamente si è ridotta a zero. Dal 1935 alla metà 1937 la paura finanziaria soffia dall'Europa all'America; dalla metà 1937 alla metà 1938, invece, dall'America all'Europa.

forte corrente di investimenti da parte di stranieri in titoli americani: gl'investimenti stranieri negli Stati Uniti sono diventati il *doppio* degli investimenti americani all'estero; 38 miliardi contro 18, secondo i calcoli del F. R. Board.

Questo grande potere d'acquisto di cui oggi dispongono sul mercato americano gli stranieri, mercè i capitali ivi investiti, in « demand deposits » o in titoli, costituisce uno dei maggiori pericoli dell'economia degli Stati Uniti. Abbiamo visto che se oggi la « liquidità » estrema, delle banche e del pubblico, non provoca in America una enorme inflazione, lo si deve al fatto che le banche lasciano « sterili » le loro risorse ed il pubblico inutilizzato il suo denaro. Questo pubblico è per una parte molto notevole *composto di stranieri*; una forte proporzione dei « demand deposits » delle banche americane sono in mano a stranieri, i quali per ora si accontentano di tenere al sicuro nelle casse americane i loro denari; ma in certi casi, nel caso per esempio di una guerra, potrebbero esser indotti ad impiegarli più attivamente, nell'acquisto sul mercato americano di materie prime ed altri prodotti divenuti scarsi nei paesi ove dimorano. E ciò con quale vantaggio degli Stati Uniti?: di rendere *definitivamente americano* quella parte di oro, di cui sono sovraccarichi, che oggi costituisce una specie di contropartita dei capitali stranieri.

Ma anche non considerando questo caso estremo di una necessità da parte dell'estero di realizzare precipitosamente, in merci, i suoi averi negli Stati Uniti, la situazione resta sempre strana. Si è infatti instaurato una specie di scambio triangolare poggianti sugli Stati Uniti, mercè il quale, per esempio, l'Inghilterra può facilmente ottenere le merci americane di cui abbisogna scambiando prima i suoi prodotti con l'oro del Sud Africa o dell'Australia.

Nella sua relazione 1939, Lord Wardington, presidente della Lloyds Bank, ammoniva gl'inglesi a non impensierirsi per l'esodo continuo di oro dall'Inghilterra verso gli Stati Uniti, determinato dal deficit della bilancia commerciale anglo-americana: « Se l'Inghilterra è pagata con oro per le sue esportazioni al Sud Africa, e poi esporta l'oro in America per pagare le importazioni dall'America, può essa aspettarsi — o dovrebbe essa desiderarlo — di pagare queste importazioni con altre esportazioni inglesi » (33). Ma sul cambio dollaro-sterlina,

---

(33) RELAZIONE cit., Londra, 27 gennaio c. a. Il Sud Africa è oggi il miglior cliente dell'Inghilterra; nel 1929 era al settimo posto: cfr. « Our Twelve Best Customers »; THE ECONOMIST, 18 febbraio 1939.



che determina appunto il flusso dell'oro dal mercato europeo londinese verso gli Stati Uniti, esercita la sua influenza, si badi, non il solo fattore della bilancia commerciale anglo-americana; il cambio dollaro-sterlina non è un cambio tra gli Stati Uniti e *la sola Inghilterra*: è un cambio tra Stati Uniti e « area della sterlina ». Cioè anche i Paesi dell'area della sterlina, grazie a questo scambio triangolare, possono ottenere facilmente le merci americane di cui abbisognano scambiando prima i propri prodotti con l'oro londinese, l'oro dell'Impero. Questi esempi, che potrebbero esser ancora moltiplicati, fanno vedere come, grazie all'obbligo della Tesoreria degli Stati Uniti di acquistare tutto l'oro offerto sul mercato americano, il mondo ha trovato un modo di scavalcare la barriera doganale e la forte concorrenza dell'industria interna che gli Stati Uniti oppongono alle merci straniere; un modo di eludere la loro riluttanza a concedere crediti: *inviare oro*, l'unica merce alla quale gli Stati Uniti danno libero passaggio, *l'unica garanzia sulla quale danno credito* (34).

Al prezzo di continue cessioni delle loro materie prime *contro oro*, dei loro manufatti *contro oro*, dei loro titoli, cioè di parte della proprietà delle loro fabbriche, dei loro impianti, della loro organizzazione industriale, *contro oro*, gli Stati Uniti scontano l'indiscutibile, decisivo potere che essi oggi hanno sull'oro. Non si era mai visto, nei tempi moderni, una Nazione detenere, come gli Stati Uniti oggi, così grande potere *su ambedue* i metalli preziosi: l'oro e l'argento. La stessa Inghilterra, ai suoi bei tempi, quando esercitava una forte influenza nei riguardi dell'oro, lasciava ad altri, finchè poi tutte le maggiori potenze non lo abbandonarono, la cura dell'argento. Attualmente invece *l'attitudine del Governo degli Stati Uniti è decisiva sia per l'oro che per l'argento*: basti pensare agli sconvolgimenti arrecati dalla politica dell'argento americana fin nella lontana Cina, all'incertezza anche recente dei mercati, quando si attendeva la nuova Legge sull'argento degli Stati Uniti (35); e, per quel che riguarda l'oro, alla « gold

---

(34) E' un vero e proprio *credito* quello che fanno gli Stati Uniti a tante Nazioni, continuando a scambiare le loro materie prime ed i loro manufatti *contro oro*; credito che invece di esser garantito da proventi delle dogane, dalle ferrovie o dalle tramvie o da altri *capitali* di queste Nazioni, è garantito dal loro *capitale monetario*: l'oro.

(35) Alla fine del 1938 si è notata una grave incertezza sui mercati dell'argento, perchè la Tesoreria degli Stati Uniti, il monopolista che domina il mercato mondiale dell'argento, serbava un assoluto riserbo riguardo ad alcune imminenti importantissime decisioni: 1) il rinnovo o no degli « *special agreements* » che re-

scare », alla fuga dall'oro, del 1937, quando, per il semplice timore di una rivalutazione del dollaro da parte del Governo americano, tutto il mondo dei tesoreggiatori fu messo in subbuglio.

Ma l'oro è anche « l'Uomo Nero »: quello a cui rimane in mano per ultimo paga; così l'oro; scomparso dalla circolazione interna, esso oggi serve unicamente come « mezzo di pagamento » internazionale: quando si accumula in massa in un Paese e questo Paese non riesce a farlo circolare la sua funzione vien meno ed il suo valore ne soffre. La grande abilità dell'Inghilterra, quando era la protettrice dell'oro, fu di riuscire sempre a rimanere con pochissimo oro. Grazie all'aver saputo integrare la sua struttura economica a quella degli altri Paesi, grazie alla sua espansione, ai suoi continui investimenti, alla sua propaganda, e forse grazie anche ai tempi diversi, l'Inghilterra ha saputo spandere l'oro in tutto il mondo, mantenendo, per sè, riserve auree modeste. L'oro ha bisogno di questa azione; l'oro ha bisogno di un vero e proprio Impero. La migliore dimostrazione dell'attuale scarso prestigio, malgrado le loro enormi ricchezze, degli Stati Uniti è proprio lo strano *potere americano nei riguardi dell'oro*, questa reciproca disgrazia, degli Stati Uniti e dell'oro (36).

\* \* \*

In contrasto coi documenti e con i fatti fin qui considerati, i primi dati, riguardanti la produzione dell'oro s. a. rivelano che l'industria aurifera ha raggiunto nel 1938 un nuovo record di prosperità e di atti-

---

golano gli acquisti di argento del Canada, Cina e Messico, da parte degli U. S. A.; 2) i prezzi ai quali la Tesoreria degli U. S. A. compra l'argento di produzione domestica e l'argento importato. « Special agreements » e « prezzi » dell'argento in corso, scadevano appunto in quei giorni.

(36) Qui è forse l'origine prima dell'evoluzione dell'attitudine americana in questi ultimi tempi, del risorgente intervenzionismo americano e del cosiddetto « imperialismo del dollaro » che già si concreta in una prima manifestazione: il panamericanesimo. Se la fine dell'esperimento autarchico dell'Impero Inglese delineatasi in quest'ultimi tempi ha alla base soprattutto una ragione *politica*, in quanto se l'Inghilterra oggi si accinge a rivedere la politica di autonomia imperiale inaugurata dopo la crisi del 1931 è soprattutto perchè si è accorta che il suo isolazionismo economico portava ad un isolazionismo politico, faceva cioè più facilmente attrarre nell'orbita economico-politica di una grande Potenza rivale le rimanenti Nazioni, la fine dell'isolazionismo americano ha alla sua base, forse, soprattutto una ragione *economica*. Gli Stati Uniti hanno oggi l'« Uomo Nero »: essi debbono darsi da fare per farlo circolare.



vità, sia per il volume di produzione ottenuto, che per l'espansione degli impianti attuata.

Proprio in un anno in cui si aggravava la maldistribuzione dell'oro, la tendenza all'accentramento dell'oro in pochi Paesi (37) divenendo addirittura tendenza all'accentramento in un unico Paese, gli Stati Uniti, i quali *da soli*, si può dire, sostengono nel 1938 l'oro, proprio in questo anno la produzione del metallo giallo ha raggiunto un livello mai toccato. Proprio nello stesso giorno in cui il Governo inglese presentava ai Comuni il nuovo « Currency and Bank Notes Act » e l'Inghilterra, la quale, abbracciando oltre un secolo fa il sistema monometallico aureo, tanto aveva contribuito all'ascesa dell'oro, estirpava definitivamente le radici del vecchio « sistema della base aurea » dalla sua legislazione monetaria, le azioni delle società minerarie segnavano alla Borsa londinese nuovi massimi. La ragione dell'ottimismo riguardo al « gruppo minerario » era che il « mitico prezzo » dell'oro, 85 scellini l'oncia, veniva con tale legge finalmente abolito; ottimismo esagerato poichè non è detto, per questo, che il Governo inglese miri a mantenere il prezzo dell'oro al suo alto livello attuale. Che una caduta dell'oro comporti una svalutazione delle riserve auree della Banca ed obblighi le Autorità a trasferire altro oro dal Fondo di Stabilizzazione alla Banca non ha, infatti, molta importanza: i periodi di ribasso dell'oro sul mercato londinese coincidono, come è ovvio, con periodi di afflusso straordinario di oro o di straordinaria assenza della domanda durante i quali il Fondo è costretto ad intervenire spesso sul mercato per assorbire larghi quantitativi che non trovano acquirenti; coincidono, cioè, proprio con periodi in cui il Fondo è per lo più sovraccarico di oro.

Secondo i dati della Union Corporation la produzione mondiale di oro è passata da 35 milioni e mezzo di oncie fini nel 1937 a 36,7; nel Sud Africa, principale produttore, l'oro estratto passa da 11,7 milioni di oncie a 12,1; nel Canada da 4,0 a 4,6; negli Stati Uniti da 4,0 a 4,2. Sono le produzioni massime che si siano mai raggiunte in ognuno di questi paesi. Nel 1930, prima del forte rialzo del prezzo dell'oro, la produzione mondiale era solo 21 milioni di oncie; quella del Sud Africa 10,7; quella degli Stati Uniti 2,2; quella del Canada 2,1. Il *valore* della produzione del 1938 è indicato nel prospetto che segue.

---

(37) Stati Uniti, Inghilterra, Francia, Svizzera, Belgio e Olanda: alla fine del 1936 questi sei Paesi possedevano l'83% delle riserve auree del mondo.

# I. — PRODUZIONE DELL'ORO: 1933-38.

(in miliardi di lire italiane)

Fonti: statistiche del BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, U. S. A.

\* 8<sup>a</sup> RELAZIONE DELLA BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Basilea*, 1938.

\*\* dati calcolati dalla Union Corporation, cit. in « *The Commercial History of 1938* » *Supplemento del THE ECONOMIST*, 18 febbraio 1939.

Anno	Prod. mondiale inclusa U.R.S.S.	Prod. mond. esclusa U.R.S.S.	Sud Africa	Stati Uniti	Canada
1933	17,0 *	15,0	7,3	1,7	1,9
1934	18,1 *	15,6	6,9	1,8	1,9
1935	19,8 *	16,7	7,1	2,1	2,1
1936	22,0 *	18,4	7,5	2,5	2,4
1937	23,1 *	19,8	7,8	2,7	2,7
1938	24,4 **	21,1 **	8,0 **	2,8	3,1 **

N. B. — L'oro è stato valutato sulla base di 1 oncia = 35 dollari U. S. A.

# II. — RISERVE AUREE DELLE BANCHE CENTRALI E DEI GOVERNI: 1934-38.

(Fonte: FEDERAL RESERVE BULLETIN, *February* 1939).

	Fine mese	Totale (52 Paesi)	Stati Uniti	Canada	Europa (26 Paesi)	Sud. Ame- rica (11 Paesi)	Asia Oceania (8 paesi)	Africa (5 Paesi)
Dicembre	1934	399,9	156,5	2,5	209,1	11,4	15,2	4,9
»	1935	410,4	192,4	3,5	180,8	11,5	15,5	5,5
»	1936	447,6	213,9	3,5	194,5	13,8	16,3	5,3
»	1937	481,6	242,4	3,4	204,8	13,0	13,0	5,0
Dicembre o Novem.	1938	494,9	275,6	3,6	189,8	12,5	11,2	5,6

N. B. — L'oro è stato valutato sulla base di 1 oncia = 35 dollari U. S. A.





# Avvenimenti monetari nel 1939 fino all'inizio delle ostilità (\*)

- SOMMARIO: I. — Gli avvenimenti monetari nei primi otto mesi del 1939;  
II. — La guerra delle monete in Cina, il caos monetario e il crollo del dollaro cinese;  
III. — Gli Stati Uniti abbandonano l'argento: la nuova crisi dell'argento;  
IV. — Crisi dell'agosto '39 e crisi del settembre '38.

- Prospetti: a) prezzi, produzione e movimenti dell'argento 1931-39;  
b) andamento dei cambi nei primi otto mesi del 1939;  
c) produzione e movimenti dell'oro nei primi otto mesi del 1939;  
d) il mercato londinese dell'oro durante le crisi del settembre '38 e del marzo e agosto '39;  
e) il livello dei cambi all'inizio delle ostilità;  
f) la distribuzione dell'oro all'inizio delle ostilità.

L'importanza eccezionale degli avvenimenti verificatisi nel settembre c. a., le cui conseguenze sono per ora incalcolabili, ha fatto ormai diventare, nel vero senso della parola, *superati* gli eventi dei primi mesi di quest'anno, anche per quel che riguarda l'evoluzione della situazione monetaria mondiale. Tuttavia può esser sempre utile riassumere brevemente le vicende monetarie dei primi otto mesi del 1939, fino allo scoppio delle ostilità, per un triplice scopo. Primo: dal punto di vista della storia monetaria, per la necessaria continuità di essa; secondo: per fissare le posizioni rispettive dei Paesi belligeranti e di tutte le Potenze all'inizio di questa nuova grande guerra, ai fini degli studi futuri sulle conseguenze economiche della guerra stessa; terzo: perchè dallo studio di questi primi mesi del 1939, in cui la preparazione alla guerra si accelera e si generalizza, possono emergere alcune caratteristiche del periodo di guerra che dovremo passare, possono emergere alcune tendenze destinate, ora, ad accentuarsi sempre più. Questa guerra è stata infatti, anche nel campo economico, in gran parte *scontata* molto prima ancora che essa, effettivamente, fosse arrivata a scoppiare; specialmente a partire dal gennaio 1939

---

(\*) Pubblicato in *Economia*, novembre e dicembre 1939.



l'economia di quasi tutti i Paesi corre sui binari dell'economia di guerra; molti provvedimenti dei Governi, gran parte dell'attività economica anticipano lo stato di guerra (1).

I. — *Gli avvenimenti monetari nei primi otto mesi del 1939.*

L'anno 1939, per quel che riguarda le vicende monetarie, s'inizia con la crisi della sterlina degli ultimi giorni del 1938 e della prima settimana del 1939, la crisi più grave che abbia subito la moneta inglese dal famoso settembre 1931 (2). Protrattasi allo stato latente per tutto il 1938, sotto forma di una fuga di capitali e di oro, da Londra oltre Oceano, che raggiungeva aspetti di pánico in congiunzione con le crisi politiche del marzo (Austria) e del settembre (Sudeti), essa giungeva allo stadio acuto nel dicembre, quando esodo di capitali internazionali (3) e di capitali inglesi (4) oltremare, per ragioni di

---

(1) Per una possibile spiegazione di questa *anticipazione*, nel campo economico, dello stato di guerra, si veda la premessa ad una recensione del bel volume: *Economia Pubblica e Nazione Armata*, di E. Manzini e M. Monterisi, in « *Economia* », fasc. dicembre 1938, pag. 440. In essa questo fenomeno era spiegato come un'esigenza del concetto di « guerra rapida » adottato dagli Stati Maggiori.

(2) Per più ampie notizie cfr. *La crisi della sterlina*.

(3) Un effetto dell'uscita dell'oro e dei capitali dall'Inghilterra può esser visto nella contrazione dei bank deposits; da settembre a novembre, 1938, essi scendono da 204 a 202 miliardi. Più evidente è l'effetto sul volume dei Buoni del Tesoro. Si sa infatti che il Fondo inglese di stabilizzazione dei cambi era dotato non di sterline, ma di *Buoni del Tesoro*, che doveva vendere sul mercato per procurarsi le sterline necessarie all'acquisto dell'oro, nel caso di un afflusso di oro in Inghilterra; e che, d'altra parte, si affrettava a riscattare dal mercato, non appena l'uscita di oro gli procurava delle sterline. Se perciò l'ammontare dei Buoni del Tesoro non varia, nel suo complesso, per effetto dei movimenti dell'oro, esso varia grandemente nella sua composizione; in caso di afflusso di oro aumenta quella parte del debito fluttuante che è offerta periodicamente sul mercato ed è in mano al pubblico (tender issue), in caso di uscita di oro, questa si contrae ed aumento invece la parte del debito fluttuante coperta dagli stessi dipartimenti del Governo (tap issue). Dal settembre 1938 al marzo 1939 la prima si è ridotta, infatti, di 14,4 miliardi; la seconda è aumentata di 14,1 (altri fattori minori impediscono una maggiore concordanza dei movimenti della tap issue e dell'oro). Si effettua cioè in parte quello sgonfiamento generale dei depositi bancari, del debito pubblico fluttuante ecc. cui alludevamo nell'art. cit. del gennaio c. a., e dopo il quale avrebbe dovuto apparire la reale struttura del credito inglese. *Ma lo sgonfiamento a questo punto si ferma*: il Governo inglese, assillato dal bisogno di denari per il riarmo e preoccupato dall'entità dei prestiti che deve lanciare, ha pensato di utilizzare la contrazione dell'emissione dei Buoni del Tesoro piazzando a mezzo di essi 13 miliardi e 1/2 del prestito per il riarmo del c. a.

sicurezza o per effettive esigenze economiche, rientro di capitali francesi in patria dopo i successi di Daladier, liquidazione delle riserve in sterline di molti paesi della cosiddetta « area della sterlina » (per effetto della sfavorevole situazione della bilancia commerciale dei Paesi esportatori di materie prime nel 1938 (5) o per il desiderio di

---

(cfr. discorso di Sir Simon, 13 luglio c. a.). Questo è tanto più opportuno, in quanto solo così, rigonfiando il volume dei Buoni del Tesoro e il debito pubblico *fluttuante*, si potrà assicurare alle banche inglesi quella *liquidità necessaria per poter assorbire il forte aumento del debito pubblico a più lunga scadenza*. I Buoni del Tesoro concorrono infatti a formare quella *seconda linea di riserva*, necessaria alle banche, e che eleva il margine di liquidità a circa il 30% dei depositi. Un maggior volume di Buoni del Tesoro è necessario se si vuole che le banche possano aumentare il volume dei loro depositi, possano consentire e promuovere l'aumento della moneta bancaria del Paese. Ma, com'è ovvio, a questo punto il gonfiamento del credito inglese non è più fittizio, come quando (1934-37) esso nascondeva il malloppo d'oro straniero indigerito: è ben reale!

(4) Anche se sotto forma di maggiori depositi liquidi, di natura commerciale, mantenuti all'estero. Mentre infatti a partire dal 1933 gli uomini d'affari inglesi, per sfiducia nella politica monetaria del nuovo Governo americano, avevano cercato di ridurre al minimo i loro depositi temporanei, in America, di denaro frutto di vendite di prodotti inglesi o destinato a servire all'acquisto di merci americane, oggi si nota invece di nuovo un forte aumento di queste « business balances » negli Stati Uniti. È evidente che queste « esigenze commerciali » mascherano in parte anche una sfiducia nella sterlina e il desiderio di trar profitto da eventuali cadute di essa.

(5) È questo un fattore che ha già agito nella crisi del 1931, ma la cui importanza è stata di rado sufficientemente considerata; per cui merita particolare menzione l'ampio accenno che ne fa la relazione 1938 del Presidente della Banca dei Regolamenti Internazionali (Basilea, 8 maggio 1939). In tempi normali, quando i paesi produttori di materie prime riescono a piazzare a buoni prezzi tutte le loro merci (come, per esempio prima della crisi agricola del 1928 e nel triennio che va dall'estate 1934 all'estate 1937), la sterlina riceve un notevole aiuto dal fatto che molti Paesi compresi nell'« area della sterlina », produttori di materie prime e agricole, fanno buoni guadagni, registrano un forte attivo nella loro bilancia commerciale con gli Stati Uniti e altri Paesi industriali, e preferiscono, anzichè portare il saldo *in oro* in patria, investirlo sul mercato di Londra, accontentandosi come riserva per il loro sistema monetario interno dei crediti che vantano su Londra (sterling assets). Questo però implica che quando questi paesi produttori di materie prime e agricole dell'« area della sterlina » fanno affari meno buoni e sono costretti a registrare un forte deficit nella loro bilancia commerciale (dovendo comprare all'estero più di quel che essi riescono a vendergli, come, per esempio, nel 1928-31 e nel 1938) questi stessi Paesi danno mano alla loro riserva in « sterling assets », *pagano la differenza trasferendo i loro crediti su Londra*. Ora se questi crediti non vengono rinnovati (vennero rinnovati in tutti quegli anni in cui l'America abbondò in prestiti all'estero; ma dal 1931 gli Stati Uniti non prestano



costituire al loro posto riserve più sicure in oro o in dollari), ripresa economica americana ecc., si sovrapponevano e si accavallavano tra loro in modo tale da esercitare un'eccezionale pressione sulla sterlina. La sterlina si deprezzava nei confronti del dollaro del 0,3% alla fine della seconda settimana di dicembre, di un altro 0,1% alla fine della terza, di un altro 0,2% nella successiva, e dopo aver iniziato il 1938

più all'estero, anzi liquidano i loro averi all'estero), se questi « sterling assets » vengono venduti e convertiti in dollari, franchi, ecc., come succede specialmente nei periodi in cui non si ha molta fiducia nella sterlina, è Londra che deve tirar fuori i dollari, i franchi, in definitiva l'oro necessario a soddisfare i creditori dei Paesi dell'« area della sterlina ».

Anche in assenza di uno squilibrio della bilancia commerciale dei Paesi dell'« area della sterlina », una riduzione degli « sterling assets » può, inoltre, verificarsi quando essi deliberatamente provvedano a ridurli per sfiducia nella sterlina. Questo appunto hanno fatto in parte nel 1938 la Svezia, l'Eire e la Norvegia. Anzichè accontentarsi di crediti su Londra, questi Paesi hanno preferito costituire una riserva di oro in patria; e l'Inghilterra ha dovuto fornirgliela. Ciò a prescindere dal fatto, anch'esso abbastanza rilevante, che, quando la sterlina attraversa momenti difficili, nel mondo commerciale internazionale nasce una qualche diffidenza ad usarla ancora come unità internazionale di pagamento. Molti esportatori preferiscono stabilire nei contratti di vendita il pagamento in moneta nazionale o in dollari, e non più in sterline. Un tale fenomeno si traduce in un'ulteriore forte liquidazione dei crediti esteri esistenti a Londra: i depositi presso le banche londinesi (sterling balances), effettuati dal mondo commerciale internazionale per agevolare la condotta degli affari, divengono inutili, sono ritirati subito o, per lo meno, man mano che si esauriscono non vengono più ricostituiti. Altrettanto diffuso era l'uso della sterlina come mezzo internazionale di pagamento anche fuori dai confini dell'« area della sterlina », altrettanto grave è questa contrazione dei crediti esteri di natura commerciale, di cui beneficiava l'Inghilterra. Un fenomeno di questo stesso genere si è verificato in seguito all'imposizione del bando sulle operazioni speculative sull'oro. Questo ha servito momentaneamente a difendere la sterlina dalla speculazione e a migliorarne la posizione, ma ha però nociuto all'importanza mondiale del mercato dell'oro di Londra e in parte, specie per quel che riguarda il mercato a termine dell'oro, ha provocato uno spostamento delle sue funzioni in favore di altri centri (Amsterdam). Ciò ha indotto gli operatori del mercato dell'oro a ridurre quel fondo, di qualche miliardo d'oro, da essi mantenuto sulla piazza di Londra e che costituiva sempre una riserva supplementare di oro, inglese. (Cfr. « Economist », 11 febbraio 1939, pag. 351). Va insistito su questo fatto non solo perchè esso ha avuto una parte importante nella crisi della sterlina del 1931 e in quella recente del 1938-39, ma anche perchè è ad esso molto probabilmente che dovranno imputarsi, in gran parte, le difficoltà monetarie dell'Inghilterra nei primi tempi di guerra, quando il fatto che la sterlina sia la moneta di una nazione belligerante porterà ad una revisione generale dell'uso di essa come mezzo internazionale di pagamento.

al lusinghiero cambio di 5.00 dollari finiva l'anno a 4.64. Nè i primi giorni del 1939 dovevano costituire quel che si dice un buon inizio: per niente « mollata » dalla speculazione internazionale la sterlina perdeva nuovo terreno.

Questa crisi ha obbligato il Governo inglese, fin dalla prima settimana del nuovo anno, a prendere rapidamente una serie di disposizioni (6) dirette a rafforzare la difesa della sterlina dagli attacchi della speculazione e a dare al Fondo di stabilizzazione dei cambi nuovi poderosi mezzi per sostenerla. Questa crisi ha inoltre dato l'occasione per un ulteriore passo avanti in quella evoluzione, cui il sistema monetario inglese è da tempo sottoposto; evoluzione che dopo l'entrata in vigore della legge sulla circolazione monetaria del 1° febbraio c. a. può dirsi in gran parte completata. Il Currency and Bank Notes Act, 1939, emesso in quest'occasione, rompe infatti, definitivamente, ogni legame tra l'oro e la circolazione monetaria inglese (7), e se esso non ha avuto una maggior eco all'interno e non è stato giudicato sufficientemente rivoluzionario dagli economisti inglesi, ciò prova ancor più quanto le idee degli inglesi in materia siano cambiate dal tempo del rigido « gold standard » e quanto l'evoluzione sia stata graduale.

Le ampie riserve ancora in mano alle Autorità inglesi, la meticolosa applicazione dei provvedimenti presi contro la speculazione, la disciplina all'interno e la collaborazione delle Autorità straniere non potevano non aver ragione in breve tempo della corrente speculativa; e dopo che una forte (8) uscita d'oro ebbe servito a far fronte ai numerosi impegni cui Londra era chiamata, come banca centrale dell'« area della sterlina » e come depositaria di numerosi capitali stranieri (capitali ora richiamati in patria o diretti in altri centri

---

(6) 5 gennaio: ban on speculative exchange transactions, forward dealings in gold, and bank advances against gold; 6 gennaio: cessione da parte della Banca d'Inghilterra all'Exchange Equalisation Account di 31 miliardi e 1/2 di oro; ai bisogni della circolazione interna, che avrebbe dovuto fortemente contrarsi per la perdita di quest'oro da parte della Banca, si provvide aumentando del 100% il limite massimo dell'emissione fiduciaria. (Cfr. *art. cit.*, pag. 12).

(7) Per più ampio esame di questo documento si veda: *Il problema dell'oro*.

(8) La gravità di questa perdita di oro non venne alla luce altro che il 29 giugno, quando il 1° Bollettino emesso dalla Tesoreria quest'anno sulla situazione dell'E. E.A. rivelò che il 31 marzo c. a. il Fondo aveva solo 33 miliardi 85 milioni di oro. Poichè dopo la prima settimana di gennaio non vi sono state forti perdite di oro (il Fondo beneficia anzi di un leggero aumento della riserva fino a metà marzo; perdite notevoli se mai si hanno solo nella



più sicuri), la sterlina potè ritrovare di nuovo l'equilibrio ad un livello di circa 4,67 nei confronti del dollaro (9). Anzi l'ondata di acquisti di sterline che segue ogni periodo di speculazione al ribasso della sterlina (10) fece riaffluire un poco d'oro alla cassa del Fondo e rafforzò la posizione della sterlina per tutto il resto del mese e nel mese seguente.

Tuttavia la fuga di capitali dall'Europa, l'esodo dell'oro oltre

seconda metà di marzo) e poichè, di questi 33 miliardi, ben 31 e 1/2 gli furono dati il 6 gennaio dalla Banca d'Inghilterra, se ne deduce che il 6 gennaio, al momento della cessione, il Fondo era rimasto con ben poco oro, forse neppure 4 miliardi. Le perdite ingenti subite in un anno dall'E. E. A. sono rivelate da questo prospetto ove le riserve auree inglesi sono indicate in *quantità di oncie*, anzichè in valore, ciò che è più pratico quando il contenuto aureo della sterlina varia continuamente come ora.

RISERVE AUREE INGLESI (migliaia di oncie).

	Marzo '37	Sett. '37	Marzo '38	Sett. '38	Marzo '39
Nella B. d. I.	73.843	76.843	76.843	76.844	30.459
Nell' E. E. A.	26.674	39.854	42.546	21.684	49.490
	110.516	116.697	119.389	98.528	79.964

(Dati ufficiali riportati in « *Financial News* », 30 Giugno 1939).

Nel semestre sett. '38-marzo '39 l'Inghilterra ha perduto 12 miliardi 420 milioni di oro; dal 31 marzo '38, cioè da quando è cominciata l'emorragia di oro, fino al 31 marzo '39, quasi 26 e 1/2. È stata questa un'amara sorpresa per gli ambienti economici inglesi i quali avevano stimato la perdita di oro, dal settembre alla fine del '38, un poco più di 7 miliardi (Cfr. *The Gold Reserve*, « *Economist* », 7 gennaio 1939; editoriale, « *Financial News* », 7 gennaio 1939).

(9) Il cambio meno elevato della sterlina con il dollaro fu del resto visto volentieri da quanti in Inghilterra hanno sempre paura che la sterlina soffra di « sopravvalutazione » nei confronti del dollaro. Per molti l'andamento dei rispettivi indici dei prezzi non giustificava affatto il cambio della sterlina contro 5 dollari: a partire dal 1937 sicuramente la sterlina era sopravvaluta, poichè i prezzi interni inglesi si erano spinti ben più in alto che non quelli americani. Perciò la svalutazione della sterlina all'inizio del 1939, secondo essi, « went far to remove one at least of the disabilities under which British trade had been labouring » (*The Pound and the Dollar*, « *Midland Bank Monthly Review* », gennaio 1939, pag. 3).

(10) Il secondo tempo della speculazione. Nel primo si converte le sterline in oro o in dollari o altre monete che si ritiene si apprezzeranno nei confronti della sterlina; nel secondo si realizza i profitti della speculazione rivendendo quest'oro, dollari ecc. in cambio di sterline.

oceano, iniziatosi nel 1938 e aggravatosi nella seconda metà di quell'anno, continua; esso raggiunge di nuovo proporzioni grandiose durante la seconda metà di marzo (crisi cecoslovacca) e nell'aprile. Dagli Stati Uniti si segnala un continuo afflusso d'oro, da Londra come da altre capitali europee. Gli arrivi di oro, dall'Inghilterra, da 988 milioni nel gennaio salgono a 3 miliardi 140 milioni nel febbraio, 4 miliardi 750 milioni nel marzo, 6 miliardi 790 milioni nell'aprile (11). Ma Londra agisce spesso in questo periodo come semplice *stazione di transito*; si tratta in realtà, in gran parte, di oro che è affluito a sua volta in Inghilterra dal Continente (12), o di oro precedentemente depositato da privati o da Governi stranieri sulla piazza di Londra che viene convertito in dollari o inviato oltre oceano per esser tenuto « earmarked » in quel più sicuro paese (13). Oro affluisce pure, direttamente, negli Stati Uniti da altri Paesi europei, specialmente dall'Olanda (680 milioni in gennaio, 554 in febbraio) e dal Belgio (30 milioni in gennaio, 704 nel marzo, 1 miliardo 607 milioni in aprile), Paesi che voci tendenziose affermano spesso in procinto di essere invasi dalle truppe tedesche. Il fiorino olandese attraversa, anzi, nelle ultime settimane di gennaio, una crisi in seguito alla quale tornerà al suo antico

---

(11) Cfr. alla fine di questo studio: Prospetto C): *Produzione e movimenti dell'oro: c) Importazioni ed esportazioni di oro, in Inghilterra e negli Stati Uniti, nei primi otto mesi del 1939, distinte per Paesi con cui si sono svolte*. Per comodità del lettore tutti i dati, come nelle precedenti rassegne, sono stati tradotti in *lire italiane*, sulla base di 90 lire per 1 lira sterlina, e 19 per 1 dollaro S. U. Tuttavia si tenga presente che il cambio della sterlina è in questo periodo più favorevole alla lira del cambio 90.

(12) Oro affluisce a Londra dal Belgio per 444 milioni nel marzo, 3 miliardi 351 milioni in aprile; dai Paesi Bassi, per 19 milioni in marzo, 362 in aprile, 931 in maggio, 431 in giugno; dalla Svizzera, per 1 miliardo 392 milioni in aprile, 625 milioni in maggio; dall'U.R.S.S. per 860 milioni in maggio, 999 in giugno. (Cfr. Prospetto C, c) alla fine).

(13) Secondo i dati della Tesoreria degli Stati Uniti l'oro « earmarked for foreign account » sale di 456 milioni nel I° trimestre c. a. di ben 8 miliardi 930 milioni nel II°; di 3 miliardi 144 milioni nel solo mese di luglio (diminuiva invece in agosto). Alla fine di agosto l'oro « earmarked for foreign account » negli S. U. ammontava a 21 miliardi 565 milioni. Nel 1938 l'aumento era stato di 6 miliardi 327 milioni. (Cfr. *Analysis of Changes in Gold Stock of United States*, in « The Board of Governors of the Fed. Res. Syst., U. S. A., Bulletin », ottobre 1939, pag. 898). Nello stesso periodo le Autorità inglesi effettuavano forti trasferimenti di oro nel Canada: 874 milioni in aprile, e ben 2 miliardi 760 milioni e nel maggio e 2 miliardi 485 in agosto.



cambio con la sterlina, cambio da cui si era allontanato quando la sterlina si era svalutata alla fine del 1938 (14). Esso attraverserà poi una seconda crisi nell'agosto. La moneta belga passa brutti momenti un po' più tardi, alla fine di febbraio e nel marzo, quando subisce contemporaneamente l'influenza di tre fattori: la ripresa francese, che richiama capitali dal Belgio in Francia e aggrava la concorrenza al commercio belga; le dimissioni di Spaak e le difficoltà nel formare il nuovo Governo; infine, la crisi cecoslovacca.

I tesoreggiatori europei che già prima, piano piano, si andavano disfacendo del loro oro, preferendo ad esso valuta americana (vi è ora un forte afflusso in Europa di biglietti di banca americani (501 milioni in marzo, 1 miliardo 870 milioni in aprile (15)) non solo di piccolo, ma anche di grande taglio; essi sono costantemente « a premio » sopra la parità del cambio, premio che scende quando l'arrivo di un piroscafo permette di soddisfare le più pressanti richieste, e risale fino all'arrivo del prossimo piroscafo; si noti che invece le monete d'oro non solo non hanno più « premio », ma in certi momenti sono buttate anch'esse sul mercato) o crediti su banche americane, sono indotti dalla nuova crisi politica europea ad affrettarsi (16); mentre le Autorità accelerano i loro trasferimenti d'oro, al sicuro, oltre oceano (17). Il risultato è che il canale offerto al de-

---

(14) Cfr. Prospetto B): *Andamento dei cambi nei primi otto mesi del 1939.*

(15) Cfr. *Shipments and Receipts of United States Paper Currency*, in « The Board of Governors of the Fed. Res. System. U. . A., Bulletin », settembre 1939, pag. 787. Nei mesi successivi il fenomeno è molto meno forte; in occasione della crisi del settembre 1938 l'afflusso era stato 260 milioni (settembre) e 190 (ottobre).

(16) Aggravò il fenomeno la notizia dell'embargo deciso dal Governo inglese sui fondi cecoslovacchi a Londra. Questo fece temere ai tesoreggiatori di molte piccole nazioni europee che il possesso di fondi a Londra sarebbe stato loro molto poco utile, nel caso di un'invasione del loro paese da parte delle truppe tedesche. Poco dopo però anche gli Stati Uniti decidevano lo stesso embargo.

(17) Diversa è, come è ovvio, l'importanza di un afflusso di oro negli Stati Uniti a seconda che si tratti di oro spedito per ragioni di sicurezza da banche centrali o da Governi stranieri e che rimane « earmarked for foreign account », oppure di oro (*capitali*, in verità, di cui l'oro è solo il veicolo, il somaro che essi hanno inforcato in Europa per poter passare l'Atlantico ed arrivare a metter piede sul territorio degli Stati Uniti, ove questo somaro è sempre bene accetto) inviato per le stesse ragioni di sicurezza da privati. Nel primo caso l'oro si ammonticchia, senza recar alcun disturbo, nell'opposto conto della Tesoreria Americana, e non ha effetti sulla circolazione interna.

flusso di capitali, dall'Europa agli Stati Uniti, dagli arbitraggi sulla piazza di Londra diventa ben presto congestionato; mentre i piroscafi per il trasporto materiale dell'oro si rivelano anch'essi insufficienti (18). Si giunge così ad una distribuzione fra le parti interessate delle disponibilità esistenti: in tempi di maggior panico le Autorità cedono il passo ai privati e l'oro che salpa dall'Europa è, in maggioranza, oro per conto dei privati; ma non appena la crisi passa e questa fuga di capitali rallenta, sono le Autorità che inviano oro oltre oceano, per premunirsi una buona volta per tutte. Così l'esodo

---

Questo tuttavia è uno stato di cose assai precario, poichè, dopo gli eventi del 1° settembre, non è temerario credere che ben presto questo oro sarà adoperato per acquisti di materie prime, di materiale bellico ecc., e passerà così a far parte delle riserve vere e proprie degli Stati Uniti. Nel secondo caso l'effetto sulla circolazione è inevitabile; tuttavia può esser reso più o meno forte, ed anche completamente annullato, dall'azione delle Autorità americane. Queste possono cioè neutralizzare l'aumento delle disponibilità delle banche americane — avvenuto come conseguenza della vendita dell'oro, da parte di stranieri, alla Tesoreria e della cessione del credito da ciò derivante ad una banca americana (creazione di un deposito in favore del cliente straniero) — ricorrendo con più larghezza a prestiti pubblici per coprire le loro spese correnti, lasciando che i proventi delle imposte gonfino invece i loro conti attivi presso le banche. Possono invece non aumentare il volume dei prestiti pubblici, ridurre anzi i loro conti attivi presso le banche, facendo sì che all'aumento delle disponibilità bancarie, per l'afflusso di capitali (oro) stranieri, si aggiunga anche l'effetto di quest'ultimo fattore. Le Autorità americane hanno seguito in questi ultimi tempi tutt'e due queste strade: in un primo tempo (prima metà esercizio finanziario 1938-39) hanno largamente ricorso al prestito; in un secondo tempo (specie dopo marzo) hanno ricorso meno al prestito e ridotto anzi i loro saldi attivi. Perciò le « excess reserves » delle banche americane affiliate al F. R. System (per più ampie notizie circa questa malattia di cui oggi soffre il sistema bancario americano, cfr.: *Il problema dell'Oro*, pag. 43 e seg.) che si erano mantenute dal dicembre 1938 al marzo 1939 sui 61 miliardi, sono salite rapidamente a 89 miliardi alla fine di agosto, quasi tutte nelle banche di Nuova York. L'aumento delle riserve auree americane negli ultimi 14 mesi è uguale all'intero stock di oro degli Stati Uniti nell'era gloriosa del 1920-29, ed è pari a tre volte la produzione mondiale dello stesso periodo. (Cfr.: *Growth and Distribution of Banking Funds*, in « The Board of Governors of the Fed. Reser. System, U. S. A., Bulletin », settembre 1939, pag. 710 e seg.). Tuttavia negli Stati Uniti non si ha affatto rialzo dei prezzi, inflazione; anzi i primi mesi del c. a. hanno visto se mai una contrazione dell'attività economica.

(18) Per un esame più dettagliato di questo punto rimandiamo all'ultima parte del presente studio: 4. - *Crisi dell'agosto '39 e crisi del settembre '38*.



dell'oro continua ininterrotto anche nei mesi di relativa calma politica (19).

Unica eccezione, la Francia. Anche nei momenti più gravi essa, giorno per giorno, vede aumentare il suo stock di oro e continuare il ritorno in patria dei capitali francesi (20).

Anche in questi primi otto mesi del 1939, dunque, come già nel 1938, l'andamento dei cambi e i movimenti dell'oro sono, *in gran parte*, determinati da spostamenti di capitali, e questi, a loro volta,

---

(19) L'afflusso di oro negli Stati Uniti che era ammontato nei mesi di crisi politica europea (marzo e aprile) a 6 miliardi 800 milioni e 11 miliardi 100 milioni, si mantiene, anche in momenti di maggiore calma, a 8 miliardi in maggio, 4 e 1/2 in giugno ed oltre 5 in luglio. (Cfr. *prospetto C*) b), in fondo).

(20) Il sistema monetario-bancario francese ha passato il momento più grave, uno dei peggiori della sua storia, durante la crisi del settembre, quando la fuga dei capitali e dell'oro all'estero mise a terra il Fondo di stabilizzazione francese, che aveva allora ancora poco oro, e mise in gravi ristrettezze l'intero sistema bancario. Da questa crisi il sistema bancario francese è uscito però rafforzato, poichè essa ha collaudato la sua capacità di resistenza e soprattutto lo spirito di collaborazione della Banca di Francia, la quale gode da allora di un enorme prestigio sul mercato. (Essa non esitò a dare, in quei momenti di crisi, tutto l'aiuto necessario al mercato, oltre che al Governo, portando i suoi sconti da una media di 7 miliardi di franchi in agosto, a quasi 21 miliardi il 29 settembre, sebbene questo la costringesse a portare la sua circolazione da 100 miliardi (agosto) a 124 (29 settembre). (Cfr. *La France économique en 1398: Le Marché monétaire*, in « *Revue d'économie politique* », maggio 1939). D'altro lato la svalutazione del franco era tale da non far temere più; il livello cui era caduto il franco consentiva anzi, secondo gli ambienti inglesi (cfr.: *The Economist*, 20 maggio 1939; Supplemento Bancario), un premio del 10% all'esportazioni. Dopo l'assunzione di Reynaud al potere le cose sono continuamente migliorate; giorno per giorno la Tesoreria guadagna nuovo oro, e il riflusso di capitale francese non si ferma neppure nei momenti di crisi. Le riserve del Fondo passano da 3 miliardi in ottobre, a 14 alla fine di gennaio; e devono esser vicine ai 24 miliardi il 20 aprile, quando le risorse *in franchi* del Fondo (24 miliardi) erano a un livello così basso che fu costretto a procurarsene altre, vendendo parte del suo oro (5 miliardi) alla Banca di Francia. L'affluenza di capitali in Francia, l'abbondanza di fondi sul mercato è rivelata anche dal ribasso a 2% del tasso ufficiale di sconto, il 13 gennaio c. a., tasso eccezionale per la Francia, e dalla discesa, da 6,4% nel settembre 1938 a 4,3/4% in marzo 1939, del tasso d'interesse dei Titoli di Stato a lungo termine. In questi primi mesi dell'anno il problema che le Autorità francesi dovevano risolvere non era tanto impedire esportazioni di oro, quanto centralizzare questa plethora di fondi liquidi, e utilizzarli per i bisogni del Governo, arrestando la tendenza al *tesoreggiamento* di biglietti della Banca di Francia, che si è recentemente sviluppata e che interrompe, si può dire, il *circuito* spese del governo-aumento disponibilità delle banche-sottoscrizione Titoli di Stato, su cui si basava lo sforzo finanziario per il riarmo. \*

governati da forze eminentemente psicologiche che, quest'anno, si possono più chiaramente riassumere in una sola: *la paura della guerra*. A questi movimenti di capitali e di oro, che gravano pesantemente sui cambi, si aggiungono, in maggior numero che non nel 1938, altri movimenti d'oro che pur non influendo sui cambi, hanno contribuito alla redistribuzione geografica dell'oro: le spedizioni d'oro, al sicuro in centri lontani dall'Europa, che le Autorità monetarie effettuano, nel 1939, con maggior deliberazione (21). E mentre la domanda dell'oro come strumento di tesoreggiamento, di risparmio, di conservazione del valore, è pressochè inesistente, ed anzi ci si continua a disfare dell'oro precedentemente tesoreggiato, la domanda dell'oro *come puro mezzo di trasferimento dei capitali, dall'Europa agli Stati Uniti*, è tale che il prezzo dell'oro sul mercato di Londra raggiunge nuovi massimi e la sua produzione intensificata all'estremo (22).

A questo punto bisogna far cenno di due episodi un po' isolati, un po' in secondo piano, se si vuole, ma che arricchiscono la storia già tanto movimentata di questi primi mesi del 1939; il crollo del dollaro cinese, la nuova crisi dell'argento.

## II. — *La guerra delle monete in Cina, il caos monetario e il crollo del dollaro cinese.*

Ai mali di cui soffre il popolo cinese in conseguenza della lunga, interminabile guerra — bombardamenti, inondazioni, pestilenze — nel 1939 si è venuto ad aggiungere anche il malanno del crollo della moneta nazionale.

Da tempo, accanto alla guerra delle armi, si combatteva in Cina un'altra guerra, meno cruenta, ma ugualmente accanita ed importante, tra il Giappone da un lato, e il Governo di Chiang Kai SeeK, aiutato dalle potenze straniere, soprattutto l'Inghilterra, dall'altro: *la guerra delle monete*.

---

(21) I più importanti nuovi depositi di oro delle banche centrali europee sono naturalmente quelli di oro « earmarked » negli Stati Uniti. Altri importanti depositi sono quelli dell'Inghilterra nel Canada e nel Sud Africa. Oro per conto di privati, stranieri, è pure accettato, per recenti accordi fra la Banca Montagu and Company di Londra, e il Banco Central, di Buenos Aires, dalla Banca Centrale Argentina. Quantità minima che si può depositare: 1 milione 350 mila lire di oro.

(22) Cfr. nel prospetto C): *Produzione e movimenti dell'oro nei primi otto mesi del 1939*, il forte aumento della produzione mondiale di oro, specialmente dell'Impero Inglese (Canada), rispetto al 1938, che fu già un anno eccezionale.



Obiettivo di questa guerra era, per il Giappone, riuscire ad introdurre nei territori man mano occupati una moneta, la cui emissione regolata convenientemente da lui stesso o da un organo a lui sottoposto, potesse provvedere i mezzi necessari alle ingenti spese sul territorio cinese; inoltre, una moneta che, per il suo uso corrente ed esclusivo, fosse necessaria agl'industriali ed ai commercianti cinesi, in modo da costringere gli esportatori a scambiare contro essa, e non contro i dollari di Chiang Kai Scek, le divise estere ricavate dalle vendite all'estero. Cioè convogliare, verso le banche da lui controllate, la parte attiva della bilancia dei pagamenti della Cina; far sì che le esportazioni cinesi cooperassero con le esportazioni giapponesi a procurargli il massimo possibile di divise estere e d'oro, di cui tanto abbisogna per garantire i rifornimenti di materie prime straniere necessarie alla sua stessa campagna in Cina. D'altro lato, evitare che queste divise estere cadessero nelle mani del nemico, ridurre a poco a poco la sua possibilità di acquisto all'estero e con ciò la sua stessa capacità di resistenza. Creare una moneta, stamparla è cosa facile. Il Giappone man mano che ha occupato un ampio territorio ha potuto istituire in poco tempo una banca d'emissione locale e creare una nuova moneta. Nel Manciukuo, durante l'altra campagna, i giapponesi crearono una banca centrale e una nuova moneta; nella nuova campagna, prima, nella Cina del Nord, a Pechino, sorge una « réserve bank » ed esce nel marzo 1938 lo « yuan », variazione dello yen, intercambiabile con esso e del quale gode pertanto la stessa quotazione ufficiale sui mercati mondiali (23). (E, come per lo yen, anche per lo yuan vi sono restrizioni nel cambio; così per poter convertire lo yuan in divisa estera, per far fronte ad un impegno verso l'estero, occorre dimostrare di aver ottenuto preventivamente il permesso di contrarre quell'impegno: licenze d'importa-

---

(23) Vale a dire un cambio base con la sterlina di Is. 2 d.. Questo alto cambio è anzi una delle principali ragioni delle gravi difficoltà incontrate dalla nuova moneta. Si pensi infatti che il cambio del dollaro cinese era, al momento in cui lo yuan cominciò a circolare, solo 8 d. (l'originale parità, 1 doll. cinese = Is. d., era stata abbandonata all'inizio della guerra), e che in pratica, nelle provincie occupate, yuan e dollaro si scambiavano alla pari (vale a dire lo yuan soffriva di una forte svalutazione, all'interno, spiegabile del resto se si pensa al boicottaggio esercitato a suo danno dalla popolazione e al fatto che era in fondo una moneta sottoposta a severe restrizioni nel cambio, legata allo yen, anch'esso convertibile in divise estere solo con forti restrizioni). Ora ne veniva che gli esportatori cinesi, mentre, scambiando 1 lira sterlina in dollari cinesi, ottenevano in definitiva 30 « unità di pagamento » interne, scambiando la stessa lira sterlina in yuan, ottenevano solo 17 « unità di pagamento » interne. Di qui

zioni ecc.). Poi a Nanchino sorge una banca d'emissione per la Cina Centrale, la Hua Hsing Bank (sede centrale, per ora, a Sciangai), ed esce l'«H. H.» dollaro (24). Il difficile è però mettere in circolazione questa moneta. Bisogna cattivare la fiducia del popolo in essa e soprattutto distruggere la sua fiducia nel dollaro di Ciang Kai Seck. Obiettivo di questa guerra monetaria, per il Governo di Ciang Kai Seck e per le Potenze che hanno interesse a vedere il Giappone impantanarsi in Cina, è resistere alla penetrazione monetaria del Giappone, fare che il valore della nuova moneta si polverizzi nelle mani dell'invasore, che gli ambienti industriali e commerciali la fuggano: tenere, invece, alto il dollaro cinese.

Nel marzo c. a. è istituito un Fondo di stabilizzazione, con capitali anglo-cinesi, diretto da un Comitato in cui sono rappresentati anche la Banca d'Inghilterra e due banche inglesi (25); mentre gli Stati Uniti nel dicembre 1938 concedono un credito commerciale di quasi 1/2 miliardo. Ma i giapponesi avevano nelle loro mani un'arma formidabile: essi incettano nei territori occupati i dollari del Governo di Ciang Kai Seck e li fanno presentare in massa alla filiale di Sciangai della Banca Centrale cinese, chiedendone la conversione in divise estere. Nessuna banca centrale potrebbe reggere, se gran parte dei suoi biglietti in circolazione fosse presentata ai suoi sportelli per la conversione. Tanto meno la Banca Centrale cinese che vede le sue riserve di divise estere falciate dal deficit della bilancia commerciale del Paese (per le enormi importazioni richieste dalla guerra), falciate dalla fuga dei capitali, ed ha, inoltre, gran parte delle en-

---

perdite o per lo meno affari meno buoni; di qui la lunga opposizione degli ambienti industriali e commerciali cinesi alla nuova moneta. Un sì alto cambio implicava all'interno una corrispondente rivalutazione dello yuan, implicava addirittura una vera deflazione: vale a dire ridurre i prezzi, i salari ecc. mentre invece, dato il periodo di guerra e trattandosi di moneta «boicottata», la tendenza era a salire.

(24) Ancorato, questo, al dollaro cinese con cui è intercambiabile, appunto per evitare gl'inconvenienti dello yuan e per facilitarne la diffusione. Da quando però il dollaro cinese ha cominciato a precipitare, l'«H. H.» dollaro è stato separato da esso ed è ora mantenuto artificialmente al cambio di 8 d.-

(25) Il Fondo fu dotato di una riserva di 10 milioni di lire sterline, metà versate da due banche cinesi, la Banca Centrale cinese, e la Banca delle Comunicazioni, metà da due banche inglesi, la Hong Kong and Shanghai Corporation e la Chartered Bank of India, Australia and China. Il Governo inglese ha garantito queste due banche per eventuali perdite. Nel Comitato che presiede il Fondo sono pertanto rappresentati il Governo cinese, le due banche cinesi e le due banche inglesi che hanno fornito il capitale, e il Governo inglese (tramite la Banca d'Inghilterra).



trate (proventi delle dogane e delle esportazioni) sequestrate dai giapponesi che controllano i porti. E d'altra parte come discriminare?

Alla lunga le Autorità cinesi sono state costrette ad abbandonare il dollaro cinese alla sua sorte, hanno introdotto delle restrizioni nel cambio che hanno minato la fiducia in esso, hanno dovuto, infine, lasciare che il suo corso venisse fissato nelle alterne vicende del mercato. A partire da giugno il dollaro cinese si svalutò rapidamente: 6,93 in giugno, 5,65 in luglio, 3,79 in agosto. La vita sana della prima moneta cinese è stata estremamente breve: 1935-1939 (26). Così, per ora, il popolo cinese non ha più alcuna moneta che possa dirsi molto brillante; in compenso però ne ha molte: dollaro cinese, in rovina; yuan e dollaro « H. H. », molto quotati all'estero, ancora debolucci in patria; yen giapponese, che le truppe hanno diffuso un po' dappertutto; le monete d'argento, le vecchie monete della Cina sopravvissute alla succhiatura d'argento fatta dagli Stati Uniti in questi ultimi anni, anch'esse però, disgraziatamente, pericolanti, per la minaccia che grava sull'argento dopo il tradimento degli Stati Uniti.

### III. — *Gli Stati Uniti abbandonano l'argento: la nuova crisi dell'argento*

Nella storia dell'argento il 1939 rimarrà memorabile come l'anno in cui si è infelicamente concluso l'esperimento del secondo decennio del XX secolo per una riesumazione della sua funzione monetaria mondiale. Col 1939 si è chiuso un ciclo completo di fortune dell'argento, veloce, al galoppo: dalla polvere all'altare: 1934; dall'altare alla polvere: 1939. Questo serve anche a confermare come, ai giorni nostri, azione e reazione, causa ed effetti, esperimenti e conclusioni, siano destinati, nel campo economico come nel campo politico ecc., a succedersi con una velocità sempre maggiore, con

---

(26) Il dollaro cinese è stato, si può dire, la prima moneta moderna della Cina e la sua nascita risale a pochi anni. Fu emesso nel 1935, quando, in seguito alle oscillazioni di valore dell'argento, determinate dalla politica monetaria dell'Amministrazione Roosevelt, il Governo di Chiang Kai Sek decise l'abbandono, dopo una tradizione di secoli, dello standard « argento » da parte della Cina e l'instaurazione di un sistema monetario moderno, basato sull'oro. Fu creata una banca d'emissione e la nuova moneta, legata alla sterlina e mantenuta al cambio di Is. 2 d. con la coperazione delle banche straniere operanti in Cina (gentlemen's agreement fra le banche straniere), soppiantò abbastanza facilmente, almeno nei centri importanti della Cina, le innumerevoli monete d'argento, molte delle quali, rifiute, presero la via degli Stati Uniti.

la velocità dei 100 all'ora, per lo stato di recezione sensibilissima in cui si trova il mondo.

Sono passati solo cinque anni da quando, nel 1934, con un provvedimento che rivoluzionò il mercato mondiale dell'argento, il Governo degli S. U. iniziò una « politica dell'argento » come parte del suo ampio programma di reflazione (27). Il provvedimento fondamentale in materia, il Silver Purchase Act del 22 maggio 1934, stabiliva esser obiettivo degli S. U. ridare all'argento la sua funzione monetaria e portarne il valore a doll. 1,20 l'oncia; decideva pertanto che 1/3 delle riserve monetarie degli S. U. doveva esser tenuto in argento. Ciò implicava un'enorme rivalutazione dell'argento, il cui prezzo corrente era 45 cents; ciò implicava, inoltre, un enorme assorbimento di metallo da parte della Tesoreria degli S. U.: circa 1 miliardo 333 milioni di oncie (28). L'importanza di questa cifra è ben visibile, se si pensa che gli stocks disponibili, a Sciangai ed in India, erano solo 700 milioni di oncie, e la produzione mondiale annua, eccedente le richieste dell'industria, solo 150 milioni. Ciò nonostante la Tesoreria si è messa coraggiosamente all'opera.

Questa « politica dell'argento » ha dato presto i suoi effetti, *i più logici, i più prevedibili che ci potessero essere*. Il prezzo dell'argento sul mercato mondiale è stato subito attratto, irresistibilmente, dall'alto prezzo di acquisto della Tesoreria degli S. U.; la produzione, già un tempo così abbondante e per la sua stessa abbondanza prima responsabile dell'abbandono, negli usi monetari, dell'argento da parte

(27) Non si può dire che di questo programma essa fosse parte *essenziale*. Roosevelt stesso pare fosse avverso ad essa; nè il Sottosegretario Morgenthau si dimostrava più entusiasta. Era più che altro un'*appendice*, inclusa per far piacere ai potenti senatori « *argentisti* », ed un espediente per affrettare la ripresa economica negli stati produttori di argento. Cfr. LUIGI FABBRINI, *Dollaro e Sterlina*, Cya, 1935, Cap. XI.

(28) Date le ingenti riserve di oro possedute, e dato che non era prevista, nè voluta, la diminuzione di esse, per far posto all'argento.

*Relative Holdings of Gold and Silver (000,000 omitted)*

	1934	1935	1936	1937	1938
	Jan. 30	Dec. 31	Dec. 31	Dec. 31	Dec. 31
Gold Reserves (doll.) . . .	7.856	10.123	11.258	12.760	14.508
Required Silver (doll.) . . .	2.619	3.374	3.753	4.253	4.836
Required Silver (oz.) . . .	2.026	2.609	2.903	4.289	3.730
Total Stock (oz.) . . .	693	1.526	1.859	2.171	2.563
To be acquired (oz.) . . .	1.333	1.083	1.044	1.118	1.167

(riportato da: *National City Bank of New York, Bulletin*, genn. '39. pag. 6).



di tutte le principali nazioni, è rapidamente risalita ad alti livelli, eccedendo di gran lunga il fabbisogno dell'argento per tutti gli usi utili del mondo. Nello stesso tempo l'improvvisa rivalutazione dell'argento ha indotto la Cina, l'unica grande nazione rimasta fedele allo standard « argento », ad abbandonarlo a sua volta (29), mentre le monete d'argento della Cina, dell'India, del Siam ecc. sparivano a poco a poco dalla circolazione, venivano fuse ed esportate negli Stati Uniti da dei profittatori: l'uso, cioè, dell'argento come standard di valore o come strumento di circolazione, come strumento di risparmio o di tesoreggiamento, nei Paesi più arretrati, era reso più difficile. Si ebbe ad un tempo abbondanza e scarsità (*v.alto prezzo*); i guai dell'una più i guai dell'altra, questo assurdo trovando la sua spiegazione nella paziente raccolta di tutto l'argento, quello inutile che giaceva nelle viscere della terra e quello utile in Cina, in India ecc., compiuta dagli Stati Uniti, per farne una riserva di cui non ha affatto bisogno. Sembra proprio di seguire un uomo che cammina, al buio, in una stanza ingombra di mobili, a noi ben nota: ecco, questo rumore?... ha cozzato contro lo spigolo dell'armadio; e questo stridio e questo tonfo?... ha inciampato nel secchio ed è caduto disteso per terra.... I destini di questa politica e di quell'uomo sono molto simili!

Da allora molto argento è stato comprato dalla Tesoreria degli Stati Uniti; le riserve sono salite da 693 milioni di oncie a 2 miliardi 100 milioni, grazie ad acquisti per circa 22 miliardi di lire italiane; tuttavia alla fine del 1938, per raggiungere la proporzione fissata, rimanevano ancora da comprare 1 *miliardo* 167 *milioni di oncie: press'a poco quanto all'inizio!* L'aumento pletorico, pauroso delle riserve auree, per gli acquisti d'oro cui gli Stati Uniti si vedono incessantemente costretti, rende infatti altrettanto gigantesco e preoccupante l'aumento delle riserve d'argento previsto dalla legge 22 maggio 1934. Il costo altissimo per gli Stati Uniti dell'assorbimento di tutto l'oro offertogli diventa astronomico quando si aggiunge il presumibile assorbimento

---

(29) Il rialzo dell'argento rappresentava, infatti, per la Cina una rivalutazione della sua moneta nei confronti di tutte le altre, un aumento dei suoi prezzi interni nei confronti dei prezzi internazionali, e perciò (ove non si fosse ricorso ad una deliberata *deflazione* interna, nelle condizioni della Cina quasi impossibile) una inferiorità delle sue esportazioni nella gara per i mercati mondiali. Già nel 1932, quando molti paesi avevano svalutato la moneta, la Cina aveva avuto modo di constatare come fosse pericoloso distinguersi dalla massa (Cfr. *Dollaro e Sterlina*, cit. pag. 174 e seg.). Questo fatto ed il desiderio da tempo nutrito dal governo di Ciang Kai Seek di instaurare in Cina un sistema monetario del tutto moderno, indussero alla riforma del 1935.

di argento. Non che questi acquisti d'oro e di argento implichino un aumento d'imposte, un gravame *fiscale* per la nazione; essi si *autofinanziano*, poichè la Tesoreria è autorizzata a emettere tanti nuovi biglietti quanto oro od argento compra; implicano quindi, essenzialmente, solo un aumento della circolazione monetaria. Ma tuttavia vi è un forte costo per la nazione, o *per lo meno un fortissimo rischio*. Gran parte di quest'oro, come di questo argento, è di provenienza straniera; è a degli stranieri che vanno praticamente le nuove banconote emesse dalla Tesoreria, queste « disponibilità di potere generale d'acquisto » sulla ricchezza nazionale degli Stati Uniti; e gli stranieri si affrettano a farne uso. Prodotti agricoli, prodotti industriali, titoli, beni immobili, servizi: ecco con che cosa gli Stati Uniti pagano l'oro e l'argento che viene ad aumentare le loro pletoriche riserve. Oro e argento, dei quali il valore futuro, la capacità d'acquisto futura è elemento imponderabile, pieno d'incognite; ma che cadrebbe certo, oggi, molto in basso ove gli acquisti degli Stati Uniti venissero a mancare (30).

Di fronte all'evidente fallimento della « politica dell'argento », e data la prossima scadenza dei poteri monetari del Presidente, si è determinata nel Paese, fin dall'inizio del 1939, una fortissima corrente di opposizione ad ulteriori acquisti di argento importato (31);

---

(30) Quale possa essere il costo degli acquisti di oro e di argento estero, quale sia il rischio che corre l'America, l'ha dimostrato, del resto, quanto è avvenuto quest'anno per l'argento.

(31) Il Governo ha dimostrato di seguire l'opinione prevalente del paese, riducendo, alla vigilia delle deliberazioni del Congresso, per ben tre volte in tre consecutivi giorni (27, 28, 29 giugno), il prezzo d'acquisto dell'argento importato: da 43 cents (prezzo che durava da 14 mesi) a 40; da 40 a 38  $\frac{1}{2}$ ; da 38  $\frac{1}{2}$  a 38. Inoltre ne ha sospeso l'acquisto durante le deliberazioni del Congresso.

La Legge, che estende al 30 giugno 1941 i poteri del Presidente « relating to Stabilisation Fund and Weight of Dollar and New Silver Legislation and Regulations », approvata dal Cengresso il 6 luglio c. a., è il risultato di un compromesso (data la forte opposizione all'estensione dei poteri del Presidente; la discussione fu così ardua e lunga, che il Presidente è rimasto, giuridicamente, *senza poteri per cinque giorni!*) con i senatori « argentisti », alle cui pretese il Governo si è dovuto in parte inchinare. Nella nuova legislazione gli acquisti di argento importato non sono espressamente vietati (è interesse degli S. U. stessi non causare un crollo troppo forte dell'argento, per non veder svalutate ulteriormente le proprie riserve). La Tesoreria ha assicurato i Paesi interessati di aver intenzione di continuare gli acquisti, *però al prezzo corrente del mercato*. (Finora invece il prezzo pagato dagli S. U. assicurava spesso un premio sopra il prezzo corrente). « Why should we pay more than world prices? » (Morgenthau):



e per quanto il Congresso nel riconfermare, il 6 luglio, i poteri del Presidente in materia monetaria non abbia espressamente vietato l'acquisto di argento straniero (così come proponevano numerosi emendamenti respinti), risulta da dichiarazioni ufficiali ( per es. di Eccles, Presidente del Fed. Reser. Board) e da tutta l'azione del Governo che, col 1939, il tentativo d'introdurre negli Stati Uniti uno standard bimetallico effettivo è definitivamente liquidato.

Non si è con ciò nuociuto agli interessi degli Stati della Confederazione che sono produttori di argento, ai quali, anzi, verrà d'ora in avanti corrisposto un prezzo di 71 cents, anziché 64, per oncia di metallo venduta alla Tesoreria. Ma il mercato *mondiale* dell'argento si è trovato, di nuovo, abbandonato a sè stesso, dopo che gli Stati Uniti, con il loro intervento, ne hanno in questi ultimi cinque anni grandemente peggiorate le condizioni. La fiducia nell'argento, con questi violenti sbalzi di prezzo, è stata ancora più scossa, fin nei più lontani centri; l'unica grande nazione (Cina) fedele all'argento è stata costretta ad abbandonarlo. La domanda dell'argento per usi monetari, quindi, si è ancor più ristretta. Nello stesso tempo l'offerta è stata eccitata, la produzione è andata continuamente espandendosi. In queste peggiorate condizioni il mercato dell'argento, già dall'inizio dell'anno in preda a viva inquietudine, inquietudine sempre più forte man mano che aumentava la certezza dell'abbandono della « politica dell'argento » da parte degli Stati Uniti, a partire dal luglio c. a. sta cercando faticosamente, *da solo*, un nuovo equilibrio.

---

questa frase sembra abbastanza chiara; in realtà ha lasciato il mercato dell'argento più perplesso che mai. Vi sono infatti due modi in cui gli S. U. possono acquistare *al prezzo di mercato*: possono cioè mantenere il loro prezzo d'acquisto abbastanza stabile, una volta assicuratisi che esso è maggiormente corrispondente al prezzo di mercato; possono invece eseguire alla lettera la formula degli « acquisti al prezzo corrente », fissando il loro prezzo d'acquisto, *giorno per giorno*, strettamente sulla base del prezzo di mercato. È ovvio che in questo caso il mercato risulta di fatto abbandonato a sè stesso, *dato che è impossibile che gli arbitraggisti inviino metallo negli S. U. se non si sa con precisione il prezzo che se ne otterrà, dopo qualche giorno di viaggio, al momento dell'arrivo sul suolo americano*. Così è successo, in luglio, per qualche giorno, un fenomeno interessante: per l'impossibilità di fare arbitraggi sugli S. U. il prezzo sul mercato mondiale, premuto dall'abbondante offerta, subiva un dato giorno un ribasso; il giorno dopo gli S. U. (« Why should we pay more than world prices? ») abbassavano anche il loro prezzo d'acquisto dell'argento straniero; allora il mercato reagiva con un nuovo ribasso, e subito gli S. U. apportavano un nuovo taglio al loro prezzo...: così finchè il mercato dell'argento non ha trovato un certo equilibrio, a prescindere dagli acquisti degli S. U., grazie alla ripresa momentanea del tesoreggiamento dell'India.

IV. — *Crisi dell'agosto '39 e crisi del settembre '38.*

Non rimane ora, per completare queste cronache monetarie, che vedere come sono passate le ultime settimane di pace del 1939, gli ultimi giorni di agosto, immediatamente prima dell'entrata in guerra delle varie Nazioni.

È solo il 17 agosto che si delinea sul mercato monetario mondiale la terza crisi, la crisi che doveva esser risolutiva. Fino al 17 vi era stata, anzi, una forte ripresa di tesoreggiamento d'oro da parte del Continente europeo (iniziatasi il 1° agosto), segno questo che la paura di guerra era passata, per il momento, in seconda linea. Ci si preoccupava piuttosto di una possibile svalutazione della sterlina. La domanda dell'oro sul mercato di Londra era, per ciò, forte (il « premio » dell'oro sopra la « shipping parity » sale a ben 3 d., il 14) (32) e le Autorità inglesi, che in assenza di arbitraggi dagli Stati Uniti erano gli unici offerenti, poco disposte a perdere oro per soddisfare i tesoreggiatori, avevano messo a razione gli acquirenti. Il 17, la fuga di capitali, da Londra come da altri centri europei, per paura della guerra, riprende in pieno, accentuandosi il 23 agosto alla notizia della firma del patto di Mosca. In quello stesso giorno il mercato dell'oro ha definitivamente assunto il caratteristico aspetto del tempo di crisi: la domanda d'oro cade da 162 milioni di lire it., il 19, a 117, il 21, a 40, il 22; mentre l'offerta d'oro da parte dei tesoreggiatori continentali, in preda alla paura della guerra e desiderosi di crearsi disponibilità liquide al sicuro oltre oceano, supera la domanda costringendo il Fondo di stabilizzazione inglese a intervenire sul mercato come acquirente. Questi acquisti, come è ovvio, gli servono a poco; non appena in possesso delle sterline, provento della vendita del metallo, i tesoreggiatori si affrettano a gettarle sul mercato chiedendo in cambio dollari. Per sostenere il cambio della sterlina il Fondo deve, per ciò, procurarsi dollari, inviando a sua volta l'oro oltre mare alla Tesoreria degli Stati Uniti. Le esportazioni d'oro verso gli Stati Uniti sono in realtà molto più forti delle importazioni dal Continente, poichè, contemporaneamente, altre sterline sono gettate sul mercato per la conversione in dollari: sono le ultime « sterling balances » di certi Paesi dell' « area della sterlina », o gli ultimi capitali internazionali erranti rimasti ancora a Londra, che vengono liquidati. Dal 24 al 31 agosto l'esportazione di oro raggiungerà i 3 miliardi 951 milioni, contro 1 miliardo e 1/2 durante

---

(32) Per eventuali schiarimenti cfr. Nota (36).



la settimana di crisi del settembre 1938. Non solo la sterlina, ma anche il franco francese e la divisa belga sono sotto pressione, e anche a Parigi e a Brusselle si deve intaccare la riserva aurea.

Il 24 agosto si ha il primo provvedimento ufficiale, che rivela tutta la gravità della crisi: per la prima volta dal 1932 il tasso ufficiale di sconto subisce in Inghilterra una variazione, ed è aumentato da 2 a 4%. Immediatamente tutto il mercato monetario inglese si adegua ad esso, e dopo tanti anni di « cheap money » ricompaiono tassi più severi. Contemporaneamente, alla Borsa di Londra, di fronte al precipitare delle vendite si sospende la seduta, finchè il Comitato di Borsa non ha fissato, come già nel settembre 1938, i *prezzi minimi* per i titoli di stato e per certi titoli più importanti (33). In questo stesso

---

(33) Contemporaneamente sono presi altri provvedimenti diretti a salvaguardare da brusche oscillazioni di prezzi il mercato delle merci. Ma, almeno in Inghilterra, fino al momento dell'inizio delle ostilità, i prezzi delle merci saliranno solo di qualche punto (in parte anche per la parallela svalutazione della sterlina): l'aumento, cioè, è molto meno forte di quello che ci si sarebbe potuto immaginare in quelle circostanze. Per proteggere le scorte inglesi, che non erano così notevoli come sarebbe stato desiderabile, il Governo inglese decideva, il 22 agosto, il controllo delle esportazioni (Control of Commodity Export) e, nella notte del 24, il divieto delle esportazioni di materie prime o prodotti utili alla Nazione in caso di guerra (Export Ban on Commodities), diretto soprattutto a difendere gli stocks inglesi dai forti acquisti che la Germania faceva in quei giorni. Va notato poi che alla fine del luglio, a malgrado la forte attività industriale in Inghilterra (alla fine di luglio la cifra dei disoccupati inglesi era la più bassa dal 1929: 1.256.424; ed è ben difficile che essa possa mai scendere sotto il milione) e la recente ripresa negli S. U., i prezzi delle merci erano forse più bassi che non un anno prima (indice Reuter dei prezzi inglesi: 133,7 contro 139,7 nel 1938; indice Moody dei prezzi americani: 141,6 contro 147,9. Questi indici sono troppo influenzati dalla discesa del prezzo del grano; in realtà le altre merci sono poco lontane dal livello dello scorso anno). Luglio, però, sembrava destinato ad essere la svolta: fino ad ora la ripresa inglese e quella americana non avevano coinciso: quando in Inghilterra l'attività economica si intensificava (per esempio, nel 1° semestre 1939), in America essa languiva e viceversa. Oggi invece all'alto ritmo dell'attività inglese ed in genere europea, si aggiunge anche la ripresa economica americana. L'effetto dell'aumento della domanda si riverserà dapprima sugli stocks accumulati in gran quantità nel 1938; poi sui numerosi impianti oggi inutilizzati o scarsamente utilizzati; infine sui prezzi. L'effetto sui prezzi non è quindi, a rigore, così immediato come ci si aspetterebbe; e se vi è un pericolo di forti aumenti, questo è se mai insito nel fatto che molte *materie prime sono controllate da comitati internazionali, i quali potranno esser indotti ad approfittare delle circostanze per ottenere un rialzo dei prezzi*. Così, per esempio, il Comitato internazionale che controlla il rame decideva il 16 agosto di aumentare la produzione americana di rame solo fino a 2/3 della produzione massima consentita dagli impianti. Questo perchè il Comitato si è da tempo prefisso di portare il prezzo del rame a 49 sterline la tonnellata.

giorno il mercato dell'oro ha accentuato la sua fisionomia di « mercato di tempi di crisi »: compare, come nel settembre 1938 e il 22 marzo s., uno « sconto » dell'oro rispetto alla « shipping parity », sconto che dal 25 al 29 raggiungerà un'ampiezza senza precedenti. Ben più gravi avvenimenti dovevano verificarsi il giorno dopo. Il 25 agosto il Governo inglese abbandona la difesa della sterlina: in quattro ore la sterlina piomba da 4,68, livello mantenuto da otto mesi, a 4,35; si riprende e finisce a 4,48 (svalutazione del 4,1/2%). È questo, si dice a Londra, l'unico modo per indurre gli stranieri ad astenersi da convertire le loro sterline in dollari, l'unico modo per ostacolare l'esodo dei capitali, o per lo meno, evitare *la perdita dell'oro*. Due giorni dopo, di fronte ad un'ulteriore caduta della sterlina (a 4,40), il Governo inglese inizia la mobilitazione degli investimenti inglesi all'estero: il primo decreto emesso in base all' « Emergency Power Act » proibisce, infatti, la vendita di titoli esteri posseduti da cittadini inglesi, e ne ordina la denuncia, tramite le banche, alla Banca d'Inghilterra. Va notato che un'azione simile, durante l'altra guerra, venne intrapresa solo dopo un anno di guerra, nel luglio 1915, e in maniera molto più blanda; questa volta l'azione ha inizio ancor prima dello scoppio della guerra e solo due giorni dopo l'entrata in guerra dell'Inghilterra (4 sett.) la requisizione dell'oro e dei titoli esteri, posseduti dai privati, potrà essere iniziata. Anche per quel che riguarda l'oro la situazione è ben diversa: oggi esso è da tempo quasi tutto accentrato nei Fondi di Stabilizzazione e la circolazione interna si è da esso completamente svincolata; nel 1914 non solo la circolazione interna si basava strettamente sull'oro, ma l'oro stesso era in gran parte in circolazione. Tutto ciò (maggiore accentramento dell'oro e maggiore capacità di manovra, maggior decisione) non è affatto superfluo, almeno nel caso dell'Inghilterra; poichè la sterlina è oggi ben altrimenti resistente che non nel 1914.

Solo il 28 agosto si hanno le prime inevitabili reazioni all'abbandono della difesa della sterlina, col disancoramento della moneta svedese dalla lira sterlina. S'inizia così una parziale disintegrazione ed una nuova ricostituzione della cosiddetta « area della sterlina ». Le monete dei Dominions seguono la sterlina (il dollaro canadese si tiene, al suo solito, a mezza strada fra la sterlina e il dollaro degli Stati Uniti); Svezia, Finlandia, Norvegia abbandonano invece il blocco della sterlina, pur mantenendosi anch'esse a mezza strada fra la sterlina e il dollaro. La Danimarca momentaneamente esita a staccarsene; così lo yen giapponese. Ma il fatto più importante è che, dopo



essersi per un istante rivalutato nei confronti della sterlina, il *franco francese*, « pegged to 175 1/4 », segue la sterlina nelle sue successive cadute. Alla vigilia di una guerra che le due Nazioni dovranno fare insieme, la Francia, che fu negli ultimi decenni, dopo la stabilizzazione Poincaré e dopo la costituzione del *blocco-oro*, la principale antagonista di Londra (34), sembra voler entrare a far parte, con tutto il suo Impero e con tutte le sue riserve auree, nel blocco della sterlina. Sterlina e franco finiscono così l'agosto svalutandosi rispettivamente del 6 e del 7% nei confronti del dollaro, non solo, ma anche della *lira italiana*, del fiorino olandese, del belga, del franco svizzero che hanno seguito rigidamente il dollaro.

La gravità della crisi dell'agosto c. a., la sua perfetta rassomiglianza con le crisi del settembre 1938 e dello stesso marzo c. a., la sua maggior gravità rispetto a quelle, può esser vista d'un sol colpo se avviciniamo e confrontiamo gli specchi relativi all'attività del mercato londinese dell'oro nei tre periodi indicati. Noi li abbiamo perciò qui riuniti in un unico prospetto (35), prospetto che il lettore troverà con altri in fondo a questo studio. Per il lettore che non è al corrente, diamo in nota (36) alcune nozioni che gliene permetteranno

---

(34) Pare ancora di udire il teatrale grido dell'Einzig: « Sulle macerie della ricchezza, della prosperità e della stabilità delle altre nazioni, la Francia è pervenuta a fondare la sua tanto desiderata egemonia politico-finanziaria sull'Europa », dopo il crollo della sterlina nel settembre del 1931 (*Behind the Scenes of International Finance*, London, 1931: prefazione).

Questa affermazione dell'Einzig è grandemente esagerata. E' vero però che la mancanza di una unità di vedute e di azione, in materia monetaria, che determinò il crollo della Conferenza Economica di Londra nel 1933, il sorgere di quel « blocco-oro », che, privo di qualsiasi contenuto vitale e destinato a finire ben presto miseramente, tuttavia in un primo tempo portò ad ulteriori divisioni, fu veramente una delle cause del persistere della disorganizzazione dell'economia mondiale, dell'affermarsi, sempre più, dello spirito d'incomprensione; un fattore cioè della crisi economica e morale che tanto potentemente ha concorso, oltre tutto, all'attuale crisi politica.

(35) *Prospetto D*): il mercato londinese dell'oro durante le crisi del settembre '38 e marzo e agosto '39.

(36) Il prezzo dell'oro sul mercato di Londra viene fissato ogni mattina, alle ore 11, in una riunione, negli uffici dei Rothschild, dei rappresentanti delle sei principali ditte operanti sul mercato. A questa riunione ognuno dei rappresentanti è incaricato di indicare la quantità *netta* di oro (non tenendo conto cioè della grande massa di acquisti o di vendite dei clienti, delle domande e delle offerte, che si bilanciano fra loro; ma solo del saldo eccedente di oro, da vendere o da comprare, per soddisfare completamente gli ordini della giornata) che la sua ditta deve vendere o comprare per conto dei suoi clienti. Si prende allora come punto

la lettura. Risulta da quel prospetto *non solo la svalutazione della sterlina in questi periodi di crisi (il prezzo dell'oro passa da 144s. 6d.*

di partenza per fissare il prezzo dell'oro, la « *shipping parity* »: *ovvero, quel prezzo dell'oro in sterline*, che, dato il prezzo dell'oro praticato dagli S. U., dato il livello del cambio dollaro-sterlina e le spese di trasporto, di assicurazione dei rischi ecc., vigenti nella giornata, *non presenta nè alcun guadagno, nè alcuna perdita, alle spedizioni di oro tra l'Inghilterra e gli S. U.* Sono infatti queste spedizioni di oro tra l'Inghilterra e gli S. U. (l'unico altro grande centro del mondo che può fornire od assorbire oro in qualsiasi momento) quelle che, in definitiva, ridaranno l'equilibrio al mercato. È ovvio che questo prezzo (*shipping parity*) potrà esser definitivamente fissato solo nel caso che le domande e le offerte di oro fra i sei signori seduti in quella stanza si bilancino perfettamente. Se invece, come è il caso più frequente, esse non si bilanciano, bisognerà ricorrere ad importazioni od esportazioni di oro, da o verso l'America. In questo caso, da veri *gentlemen*, i sei signori decidono di non gettarsi l'uno sull'altro per accaparrare l'oro scarso (o per riuscire a vendere l'oro abbondante) al collega che, per avventura, ne ha più da offrire (o che ne ha più da comprare); ma, stando calmi e tranquilli ciascuno al proprio posto, di chiamare a cooperare con loro all'equilibrio del mercato londinese dell'oro, altri signori, *gli arbitraggisti* (i quali comprino l'oro eccedere per esportarlo negli S. U., oppure si offrano di fornire l'oro mancante, importandolo degli S. U.), *contribuendo tutti di comune accordo ad assicurare a questi arbitraggisti un piccolo guadagno per le loro prestazioni*. Si fissa cioè, nel caso l'offerta di oro superi la domanda, che il prezzo dell'oro per quella giornata presenti uno « sconto » rispetto alla « *shipping parity* », piccolo o grande a seconda dell'importanza dell'invio di oro da effettuare, alla necessità della cooperazione di pochi o molti arbitraggisti, anche dei meno organizzati ed efficienti; si fissa invece, nel caso la domanda di oro superi l'offerta, che il prezzo dell'oro offra un « premio » oltre la « *shipping parity* ». (Dato però che gli S. U. non vendono oro a privati, ma solo alle autorità dei pochi paesi aderenti all'Accordo Tripartito, l'arbitraggio privato in questo senso (dall'America a Londra) è ineffettivo. Si verifica però spesso un intervento delle Autorità inglesi e un arbitraggio *ufficiale*). Solo dopo che è stato « fissato » in tal modo il prezzo dell'oro, i sei rappresentanti, prima di partire, indicano anche l'ammontare complessivo di vendite e di comprare che risulta dai loro registri: la somma delle operazioni interne delle sei case (i cosiddetti « *marriages* », matrimoni, ovvero compensazioni di vendite con comprare), più l'ammontare trattato nella riunione stessa, costituisce l'altro dato importante del mercato: l'« *amount of gold dealt at fixing* ». (Dato però che il « *fixing* » ha luogo alle 11, altre contrattazioni si effettuano durante il giorno; di regola sono solo il 10% dell'« *amount d. at. f.* », ma in tempi di crisi possono anche superarle).

Da questo risulta però che mentre il prezzo dell'oro sulla piazza di Londra è quello che è dato il prezzo, quasi immutabile, dell'oro negli S. U. e il livello, questo invece variabile, del cambio dollaro-sterlina, quello che conta nell'indicare le condizioni del mercato dell'oro, la richiesta dell'oro, è *soprattutto lo « sconto » o il « premio », l'ampiezza di questi due scarti del prezzo dalla « shipping parity »*. Così, per esempio, se noi teniamo conto solo delle variazioni del prezzo, tra il



il 23 settembre 1939 a 147 s. il 28; da 148 s. 5 d. il 24 agosto 1939 a 161 s., il 28), ma la svalutazione dell'oro stesso rispetto al dollaro, per l'enorme richiesta di conversione dell'oro in dollari. Tutto l'oro privato è buttato sul mercato e si cercano dollari; il lavoro degli arbitraggisti per mantenere l'equilibrio del mercato assorbendo l'offerta dell'oro (e, indirettamente, soddisfacendo la domanda di dollari; la loro in questo momento è una vera collaborazione con le Autorità) è enorme e più alti compensi sono necessari per indurli ad assumerne sempre altro. Lo « sconto » dell'oro passa da 1/2 d. il 29 settembre 1938 a 22 d. il 28; da 1/2 d. il 24 agosto a ben 4 s. 6 d., il 25 (nella crisi del marzo è, invece, solo per un giorno, il 22, a 1/2 d.). Le basse cifre dell'oro trattato al « fixing », in agosto, non indicano una minore attività del mercato, ma maggiori complicazioni incontrate dagli arbitraggisti, i quali sono stati costretti a svolgere quasi tutto il loro lavoro nelle ore pomeridiane. Così, mentre i dati del « fixing » servono ancora a dare un'approssimativa idea delle condizioni del mercato, in realtà la più importante attività di esso si svolge, freneticamente, senza possibilità di esser fissata in cifre, nelle ore del pomeriggio (37).

Svalutazioni minime, oscillazioni di corta durata, ma che tuttavia è

---

28 ottobre e l'8 novembre '37, possiamo esser tratti in inganno. Il prezzo è sceso da 140 s.7d. a 140 s.0d.: si direbbe, quindi, che il mercato dell'oro ristagna, che la domanda è diminuita. Invece il mercato dell'oro, l'8 novembre, è in piena ebollizione (come dice il fatto che l'ammontare di oro trattato al « fixing » è passato da 697.000 lire ster. a 1.085.000), la domanda fortissima. Infatti i grandi capitalisti internazionali, allarmati dalla crisi economica scoppiata negli S. U., temono una nuova svalutazione del dollaro e vorrebbero convertire i loro dollari in oro, oro che solo a Londra possono trovare. Questo appunto ce lo dice un fatto solo: l'ampiezza eccezionale (17 d.) del « premio » dell'oro passato da 31½ il 28 ottobre a 17 il 5 novembre, aumentato cioè di 13½ d. Durante la crisi dell'agosto '39 lo « sconto » dell'oro al contrario arriverà addirittura a 4 scellini 6 pence!

(37) Nei momenti di crisi la determinazione della cosiddetta « shipping parity », e quindi del prezzo dell'oro al quale è conveniente fare spedizioni di metallo oltre oceano è molto laboriosa. Difficoltà, da un lato, di scelta del cambio del giorno del dollaro a Londra; difficoltà, dall'altro, di determinare con precisione il costo della spedizione, soprattutto quell'elemento di esso così importante che è rappresentato dal costo dell'assicurazione contro i rischi della navigazione. La gravità delle crisi di questi ultimi dodici mesi, l'aspetto imponente dei movimenti dell'oro in certi periodi, hanno addirittura scombussolato il sistema vigente in materia. Si pensi che la perdita di un solo piroscafo come il Manhattan, partito dall'Inghilterra nelle prime settimane di Aprile del c. a. con un carico di ben 1 miliardo 80 milioni di oro, avrebbe assorbito i guadagni fatti dalle Società Assicuratrici negli ultimi 39 anni (cfr. The « open covers » in Gold Insurance, in

interessante rilevare. L'esperienza del mercato dell'oro contenuta in questi prospetti ci indica, infatti, che ben altre forze sono oggi al lavoro nella formazione del prezzo dell'oro, di quelle considerate dall'economia tradizionale e che si riteneva tendessero a mantenere una relazione inversa tra il prezzo dell'oro e il prezzo delle altre merci. Privato di un potere d'acquisto diretto sulle merci, l'oro, che in certi momenti non è più nemmeno uno strumento di tesoreggiamento, ha conservato in questi ultimi anni, essenzialmente, la sola funzione di veicolo per il trasferimento di capitali, ed il suo prezzo è pertanto governato da nuove forze.

Lascio ai due prospetti alla fine di questo studio (*prospetto E*)

*Economist*, 15 Aprile 1939). L'anormalità di questa situazione è dovuta al sistema tradizionale, (« open covers system ») allora ancora in vigore.

In base ad esso le Società Assicuratrici si impegnavano, anno per anno, ad assicurare a un dato tasso d'interesse l'oro inviato da determinati enti (una trentina in tutto: tra essi vi sono le più importanti banche, i principali arbitraggisti e la Banca d'Inghilterra che detiene il più grande « open cover ») fino ad un massimo, stabilito nel contratto, per ogni nave in partenza. Questo « massimo » variava da contratto a contratto; così alcuni arbitraggisti godevano di questa facilità, di assicurare l'oro a quel tasso d'interesse, solo fino ad un quantitativo di 18 milioni per ogni piroscafo; la Banca d'Inghilterra invece fino a 450 milioni: la media era 27 milioni. Gli « open covers », queste specie di abbonamenti, o forfait, all'assicurazione, erano un elemento molto importante del mercato dell'oro, poichè, grazie alla stabilità del costo dell'assicurazione, la determinazione della convenienza dell'arbitraggio veniva grandemente facilitata. Essi però rendevano la posizione delle Società Assicuratrici insostenibile quando tutte e trenta le ditte usufruivano delle loro concessioni caricando la loro intera quota di oro su uno stesso piroscafo.

Quest'anno, man mano che le vecchie concessioni scadevano, le Società Assicuratrici si sono guardate bene dal rinnovarle. Solo il contratto con la Banca d'Inghilterra, sebbene anche in esso la quantità di oro di cui è consentito il caricamento su un solo piroscafo sia stata ridotta a 270 milioni, è rimasto sostanzialmente in vigore; negli altri si sono inaugurate clausole tali che limitano molto la portata dei nuovi « open covers » (cfr.: *Gold Insurance*, in *Economist*, 27 Aprile 1939). Ne consegue perciò che il premio dell'assicurazione contro i rischi del trasporto dell'oro non è più un fattore, anno per anno, prestabilito ed, entro limiti molto ampi, invariabile, ma risulta ora in gran parte dalle condizioni stesse del momento. Lo schema « for reinsuring the war risks of cargoes at sea » predisposto dal Governo (per i cosiddetti « King's enemy risks »; formazione di un consorzio (pool) fra le Società assicuratrici stesse, presso il quale ciascuna di esse si « riassicura » per i rischi di guerra; questo consorzio a sua volta si può riassicurare, in parte, presso il Board of Trade, a dati premi) presenta poi un altro inconveniente per lo spedito procedere degli arbitraggi dell'oro (il valore dell'oro assicurato è espresso in sterline, anzichè in dollari, mentre è il valore in dollari che interessa gli arbitraggisti, i quali di solito vendono « a termine » i dollari che sanno di ricevere al momento dell'arrivo dell'oro a New York).



*il livello dei cambi all'inizio delle ostilità: cambio della lira sterlina inglese sulle varie divise; prospetto F) la distribuzione dell'oro all'inizio delle ostilità: riserve auree delle Banche Centrali e dei Governi alla fine dell'agosto 1939)*, dire con più brevità e chiarezza quale fosse il livello raggiunto dai cambi al momento dello scoppio di questa nuova grande guerra, quale la distribuzione delle scorte auree mondiali per usi monetari. Va sottolineato solo che su 527 miliardi di oro, che costituiscono le riserve auree monetarie di 52 Paesi, ovvero, praticamente, *del mondo*, ad eccezione della U.R.S.S., ben 316 sono in mano di uno solo Paese, gli Stati Uniti; mentre altri 21 miliardi sono già pronti, « earmarked » nella Tesoreria americana, per passare nelle sue mani. Tenendo presente questi prospetti sarà possibile in seguito rendersi conto di come questa guerra sia destinata a reagire e reagisca sulla situazione dei singoli Paesi e sul sistema monetario mondiale.

PROSPETTO A. — PREZZI, PRODUZIONE E MOVIMENTI DELL'ARGENTO: 1931 - 1939 (1)  
(fonte: *Financial News*, 10 luglio 1939; HAMLY e HARMAN, *Annual Review of the Silver Market*, 1939).

	PREZZO		PRODUZIONE		Canada	Totale	DEMONETIZZAZIONE ARGENTO Cina, India Messico, Spagna, Siam, ecc.	IMPORTAZIONE S. U. in milioni di oncie
	quotazione del mercato di Londra pence per oncia (2)	massimo	minimo	Messico	S. U.	Sud Am. in milioni di oncie (2)		
1931	21, 9/16	12		36,0	30,8	17,2	20,6	195,9
1932	20, 7/16	16,3/8		69,3	23,8	11,2	18,4	164,9
1933	20, 1/2	16,1/2		68,1	22,8	11,8	15,2	169,2
1934	25, 1/4	18,3/16		74,1	32,5	17,0	16,4	190,4
1935	36, 1/4	20,7/8		75,6	45,6	26,7	16,6	220,7
1936	22,15/16	19		77,5	62,8	32,9	18,3	252,3
1937	21, 1/2	18,3/16		84,7	69,3	32,7	22,7	273,3
1938	20, 9/16	18,3/8		85,0	60,8	32,4	23,3	264,0
1939 (primi 8 mesi)	21, 1/8	16,1/16 (6)	(per l'incertezza sull'avvenire dell'argento, la produzione si è ancora contratta)					
								330,0 (5)
								342,9 (4)

(1) Per la difficoltà di trovare in tempo dati precisi, per l'argento molto più scarsi che non per l'oro, questo prospetto appare incompleto. Lo pubblichiamo, ripromettendoci di completarlo in altra occasione, perchè ci sembra possa esser sempre utile ad illustrare le vicende dell'argento in questi ultimi anni.  
(2) *Financial News* cit.

(3) Riportati in *Fin. News*, 29 giugno c. a. La serie proseguiva anche per gli anni successivi; ma è risultata, control-

landola sulla base di altri dati riportati in varie pubblicazioni e nel *Fin. News* stesso, affetta da gravi errori.

(4) HAMLY AND HARMAN, cit.

(5) HAMLY AND HARMAN, cit. Così ripartiti: Cina, 234; Spagna, 40; Messico, 35; Siam, 22.

(6) Il 10 luglio u. s. Il prezzo d'equilibrio naturale del mercato, a prescindere cioè dagli acquisti degli S. U., è però stimato ancora più basso: 12 d. circa.



PROSPETTO B. — ANDAMENTO DEI CAMBI NEL PRIMI OTTO MESI DEL 1939: CAMBIO DELLA LIRA STERLINA  
SULLE VARIE PIAZZE.

(fonte: *The Board of Trade Journal*, 7 settembre 1939, pag. 367) (medie mensili).

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto
Parigi . . . . .	177.06	176.99	176.85	176.74	176.73	176.73	176.72	176.35
Italia . . . . .	88.74	89.09	89.09	89.000	89.01	89.04	89.03	87.72
Paesi Bassi . . . . .	8.61	8.74	8.83	8.81	8.73	8.81	8.79	8.61
Berlino . . . . .	11.65	11.68	11.68	11.67	11.67	11.67	11.67	11.55
Svizzera . . . . .	20.67	20.66	20.72	20.86	20.82	20.77	20.76	20.41
Brusselle . . . . .	27.63	27.79	27.85	27.79	27.50	27.53	27.55	27.13
New York . . . . .	4.67	4.69	4.69	4.68	4.68	4.68	4.68	4.61
Montreal . . . . .	4.71	4.71	4.70	4.70	4.70	4.69	4.69	4.63
Kobe (pence-yen) . . . . .	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00
Shanghai (pence-doll.) . . . . .	8.44	8.18	8.24	8.25	8.25	6.93	5.65	3.79
Buenos Aires . . . . .	20.36	20.36	20.30	20.21	20.22	20.22	20.21	19.90

PROSPETTO C. — PRODUZIONE E MOVIMENTI DELL'ORO NEI PRIMI OTTO MESI DEL 1939.

a) PRODUZIONE DELL'ORO NEI PRIMI SETTE MESI DEL 1939 (in milioni di lire it.).

(fonte: *The Board of Governors of the Federal Reserve System, U. S. A., Bulletin*, ottobre 1939, pag. 929).

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	TOTALE Genn.-Lug. '39.	TOTALE Genn.-Lug. '38
Impero Inglese (1) . . . .	1.134	1.084	1.172	1.130	1.198	1.170	1.189	8.087	7.686
Stati Uniti (2) . . . .	283	248	271	288	286	273	305	1.954	1.782
Altri paesi, esclusa l'U.R.S.S. (3)	383	393	410	374	380	397	403	2.745	2.456
TOTALE PRODUZIONE MENSILE . .	1.800	1.725	1.853	1.792	1.864	1.840	1.902	12.786	11.924

(1) Il più forte contributo alla produzione di oro dell'Impero Inglese è dato dal Sud Africa con una media mensile di 680 - 700 milioni di nuovo metallo estratto; segue il Canada, con una produzione mensile media di 270 milioni. La produzione però in continuo, se pur lento aumento; indi l'Australia con 80 milioni; la Rhodesia e il West Africa con

40 milioni ciascuno; infine l'India con meno di 20 milioni.

(2) Compresa la produzione delle Filippine.

(3) La produzione di oro dell'U. R. S. S., qui non compresa perchè non se ne hanno dati attendibili, è stimata dal Federal Reserve Board all'incirca: 1933, 1.805 milioni lire it.; 1934, 2.565; 1935, 3.002; 1936, 3.515; 1937, 3.420; 1938, 3.496.



(segue) PROSPETTO C. — PRODUZIONE E MOVIMENTI DELL'ORO NEI PRIMI OTTO MESI DEL 1939.

b) IMPORTAZIONI (+) o ESPORTAZIONI (—) NETTE DI ORO, COMPLESSIVE, IN INGHILTERRA E NEGLI STATI UNITI, NEI PRIMI OTTO MESI DEL 1939 (in miliardi di lire it.).

(fonte: *The Board of Governors of the Federal Reserve System, U. S. A., Bulletin*, ottobre 1939, pag. 929).

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	TOTALE Genn.-Agos.
Inghilterra (1)	. . . . .	— 0,6	— 2,8	— 4,9	— 5,5	— 0,9	— 2,7	— 6,2	— 25,8
Stati Uniti (2)	. . . . .	+ 2,9	+ 4,2	+ 6,8	+ 8,1	+ 4,5	+ 5,2	+ 4,9	+ 48,1

(1) I dati sulle esportazioni di oro dell'Inghilterra possono dare una idea errata circa l'importanza delle perdite di oro inglesi. Così, per esempio, i dati forniti dalle dogane segnalavano per il periodo 31 settembre 1938 - 31 marzo 1939 una esportazione netta di oro dall'Inghilterra di 15 miliardi 633 milioni, mentre poi è risultato che la diminuzione effettiva delle riserve auree inglesi era solo 12 miliardi 420 milioni. Si deve infatti ricordare che queste esportazioni comprendono anche: 1) oro delle riserve monetarie inglesi, inviato oltremare per ragioni di sicurezza, pur restando di proprietà dello Stato inglese; esempio, l'oro inviato al Canada e l'oro « earmarked » negli Stati Uniti; 2) oro delle riserve monetarie di paesi europei, tenuto precedentemente « earmarked » in Londra, e che ora si preferisce inviare addirittura oltreoceano; 3) oro tesoreggiato da stranieri nelle casse forti delle banche londinesi, e che ora si preferisce convertire in dollari presso la Tesoreria degli Stati Uniti, per tema di una eventuale confisca da parte del Governo inglese. Va infine tenuto presente che le esportazioni *nette* di oro dall'Inghilterra risultano in questi ultimi tempi così notevoli anche per il fatto

che molte importazioni di oro che solevano verificarsi in altri tempi (oro di nuova produzione del Sud Africa e altri centri auriferi dell'Impero) sono soppresses, preferendosi tenere l'oro in deposito nel luogo stesso di produzione o inviarlo direttamente negli Stati Uniti.

(2) Non tutto l'oro importato rappresenta oro che si aggiunge alle riserve auree degli Stati Uniti, nè, pertanto, oro destinato subito ad influire sulla situazione monetaria interna degli S. U. Una parte notevole di esso è oro in semplice deposito presso la Tesoreria degli S. U., e resta di proprietà degli Stati che l'hanno inviato. L'oro « earmarked for foreign account » compreso nelle cifre delle importazioni riportate era: 323 milioni (febbraio); 2.181 (aprile); 4.780 (maggio); 1.949 (giugno); 3.157 (luglio). In gennaio, marzo e agosto, invece, si hanno modeste diminuzioni dell'oro già tenuto « under earmark » per conto estero, e trasferimento di esso alle riserve degli Stati Uniti, in aggiunta alle importazioni nette di oro di quel mese.

(segue) PROSPETTO C' — PRODUZIONE E MOVIMENTI DELL'ORO NEI PRIMI OTTO MESI DEL 1939.

c) IMPORTAZIONI ED ESPORTAZIONI DI ORO IN INGHILTERRA E NEGLI STATI UNITI NEI PRIMI OTTO MESI DEL 1939, DISTINTE PER PAESI CON CUI SI SONO SVOLTE (in milioni di lire it.).

(fonte: The Board of Governors of the Federal Reserve System, U. S. A., Bulletin, ottobre 1939, pag. 929).

	INGHILTERRA		STATI UNITI	
	Importazioni	Esportazioni	Importazioni	Esportazioni
Stati Uniti . . . . .	—	30.856 (1)	—	—
Inghilterra . . . . .	—	—	30.856 (1)	—
Paesi Bassi . . . . .	1.714 (2)	—	5.643 (2)	—
Belgio . . . . .	3.700 (3)	—	3.145 (3)	—
Canada . . . . .	—	5.852 (4)	2.052 (4)	—
Stati Uniti . . . . .	1.862 (5)	—	1.463 (5)	—
Sud Africa, Rhodesia ecc. . . . .	3.876 (6)	—	—	—
Giappone . . . . .	—	—	2.033	—
Australia . . . . .	28	—	760	—
U. R. S. S. . . . .	627 (7)	—	—	—
India . . . . .	342	—	494	—
Svezia . . . . .	—	247	72	—
Francia . . . . .	— (8)	—	68 (8)	—
Germania . . . . .	76	—	—	—
Altri paesi . . . . .	—	285	1.748	—

(1) Gennaio, 988 milioni; febbraio, 3.140; marzo, 4.750; aprile, 7.313; maggio, 5.749; giugno, 2.433; luglio, 3.379; agosto, 3.107. Vi è un po' di differenza tra le cifre mensili di esportazioni delle dogane inglesi e le cifre mensili di importazioni della Tesoreria degli S. U., a causa dell'oro in viaggio, alla fine del mese. Così, per esempio, l'oro partito effettivamente dall'Inghilterra, in agosto, diretto agli S. U., ammonta a 4 miliardi 400 milioni, una parte del quale alla fine del mese non era ancora giunta a destinazione.

(2) Le esportazioni di oro dei Paesi Bassi nei primi otto mesi del c. a. ammontano complessivamente a 7 miliardi 357 milioni. Le esportazioni di oro alla volta degli S. U. sono continuate con ritmo intenso per tutti questi mesi: da 638 milioni nel gennaio scendono a 513 nel marzo; in aprile risalgono a 845 (oltre 362 passati in Inghilterra). In maggio si ha la più forte uscita di oro del c. a.: 1.698 milioni, di cui 931 vanno in Inghilterra, 767 negli S. U. In giugno le spedizioni di oro negli S. U. sono ancora 1.045 milioni, contro 435 all'Inghilterra; nel luglio 864 milioni e solo 167 all'Inghilterra. In agosto sono importati 212 milioni di oro dall'Inghilterra, ma ne sono spediti 429 in America.

(3) Il Belgio nei primi otto mesi del c. a. esporta oro complessivamente per 6.845 milioni, alla volta degli S. U. e dell'Inghilterra. Oro per 30 milioni è inviato negli S. U. in gennaio; 1.148 milioni di oro sono esportati in marzo (704 negli S. U., 44 in Inghilterra); in aprile quasi 5 miliardi (3.351 mi-

lioni in Inghilterra, 1.607 negli S. U.), in maggio 828 milioni (790 negli S. U., 38 in Inghilterra). Poi l'esportazione cessa ed in agosto il Belgio importa 133 milioni di oro da Londra.

(4) 874 milioni in aprile; ben 2 miliardi 755 milioni nel maggio e 2 miliardi 485 milioni nell'agosto. Si tratta evidentemente di oro destinato a creare una riserva, al sicuro oltremare, per il caso di guerra.

(5) La Svizzera esporta oro, in questi primi otto mesi dell'anno, alla volta degli S. U. o dell'Inghilterra, per un totale di 3 miliardi 325 milioni; 2.448 milioni in aprile (di cui 625 diretti a Londra). In luglio e agosto importa un po' di oro (100 milioni) dall'Inghilterra.

(6) Gli arrivi di oro di produzione africana, fortemente ridotti negli ultimi mesi del 1938 e nei primi del c. a., hanno ripreso un ritmo regolare a maggio. Spesso anzi (maggio, giugno e agosto) l'invio dell'oro di nuova produzione è ingrossato con un po' dell'oro ivi precedentemente accumulato.

(7) Le vendite di oro del Governo sovietico rappresentano un'offerta quanto mai irregolare: la più forte è quella di marzo: 319 milioni circa.

(8) Oro per 45 milioni è passato dall'Inghilterra in Francia nei primi sette mesi del c. a. (quasi tutto in aprile); in agosto press'a poco la stessa quantità è ritornata in Inghilterra. L'esportazione negli S. U. si effettua nel bimestre gennaio-febbraio. Da questo specchio, come è ovvio, non possono risultare le importazioni in Francia da altri Paesi.



PROSPETTO D. — IL MERCATO LONDINESE DELL'ORO, DURANTE LE CRISI DEL SETTEMBRE '38 E DEL MARZO  
E AGOSTO '39.

(fonte: *The Bullion Market*, « The Economist », 1 ottobre '38; *idem*, 25 marzo e 2 settembre '39).

Data 1938	Prezzo dell'oro (scell.)	Premio o Sconto	Ammon. trattato (1)	Data 1939	Prezzo dell'oro (scell.)	Premio o Sconto	Ammon. trattato (1)	Data 1939	Prezzo dell'oro (scell.)	Premio o Sconto	Ammon. trattato (1)
Sett. 23	144,6	1/2 d. S.	682	Mar. 17	148,6	1/2 d. P.	861	Agos. 24	148,5	1/2 d. S.	534 (2)
» 24	145,0	1 d. S.	867	» 18	148,6	1 d. P.	126	» 25	150,6	4 s. 6 d. S.	457
» 26	145,7	4 d. S.	1.063	» 20	148,6	1/2 d. P.	772	» 26	155,0	3 s. 0 d. S.	202
» 27	145,6	6,1/2 d. S.	2.355	» 21	148,5	1/2 d. P.	1.189	» 28	161,0	3 s. 0 d. S.	746
» 28	147,0	22 d. S.	2.267	» 22	148,5	1/2 d. S.	1.382	» 29	157,0	2 s. 9 d. S.	835
» 29	145,0	6 d. S.	1.456	» 23	148,5	1/2 d. P.	543	» 30	158,6	2 d. S.	479

(1) In migliaia di Lire sterline.

(2) L'ammontare dell'oro trattato dopo il « fixing » supera grandemente l'ammontare trattato al « fixing ».

PROSPETTO E. — IL LIVELLO DEI CAMBI ALL' INIZIO DELLE OSTILITÀ: CAMBIO DELLA LIRA STERLINA INGLESE  
NELLE VARIE DIVISE.

(fonte: (1) *The Board of Trade Journal*, 7 sett. 1939, pag. 367, e (2) *Financial News*, 26 ag. 1939, pag. 2; « Foreign Banknotes and Restricted Currencies »).

	(1) Agosto '39	(1) 2 Sett. '39	(2) 25 Agosto '39	Monete
			Biglietti di Banca	
1. Parigi . .	Franchi	176.35 (3)	175.29	1. Germania . Rm. 40 45 43 50
2. Italia . .	Lire	87.72	82.41	2. Jugoslavia . Din. 310 360 350 380
3. Paesi Bassi .	Fiorini	8.61	7.90	3. Ungheria . P. 43 46 54 57
4. Berlino . .	R. Marchi	11.55	10.91	4. Polonia . Zl. 39 45 43 49
5. Svizzera . .	Franchi	20.41	18.83	5. Rumenia . Lei. 1.450 1.550 1.500 1.600
6. Brusselle . .	Belga	27.13	24.64	6. Bulgaria . Leva. 630 730 650 750
7. Oslo . . .	Corone	19.81	19.00	7. Grecia . Dr. 600 700 820 720
8. Stoccolma . .	Corone	19.20	18.00	8. Turchia . L. T. 9 11 9 11
9. Copenaghen .	Corone	22.38	22.00	9. Spagna . Ptas. 114 118 100 120
10. New York . .	Dollari	4.61	4.28	10. Brasile . Mrs. 100 115 95 115
11. Montreal . .	Dollari	4.63	4.38	11. Cile . Pes. 140 160 145 165
12. Kobe . . .	Pence-Yen	14.00	14.00	12. Giappone . Yen 36 42 38 45
14. Shanghai . .	Pence-Dollaro	3.79	3.97	13. Lituania . Litas 44 48 49 56
14. Buenos Aires	p. pesos	19.90	18.63	14. Lettonia . Lats. 30 35 33 40
15. Mosca . . .	Rubli	—	22.00	15. Estonia . E. kr. 18 23 — —

(3) Media mensile.



PROSPETTO F. — LA DISTRIBUZIONE DELL'ORO ALL'INIZIO DELLE OSTILITÀ: RISERVE AUREE DELLE BANCHE CENTRALI E DEI GOVERNI ALLA FINE DELL'AGOSTO 1939 (in milioni di lire).

(fonte: *Board of Governors of the Federal Reserve System, U. S. A., Bulletin*, ottobre 1939, pag. 938).

Inghilterra (1)	44.986	Paesi Bassi e Indie OL. (4)	16.131	Messico e 6 paesi dell'Ame- rica Centro-Merid. (10)	11.913
Egitto e 4 paesi dell'Imp. Ingl.	14.991	Svizzera	11.075		
Francia	60.629	Belgio (5)	11.665	16 altri paesi	2.546
Polonia	1.596	Italia (6)	3.667	TOTALE 51 PAESI	211.214
Germania (3)	551	Spagna e Portogallo (7)	11.286	Di esse in deposito negli Stati Uniti (Gold earmarked for foreign account) (11)	21.565
Pr. di Boemia	1.140	3 paesi nordici (8)	9.785	Riserve auree degli S. U.	316.274
Giappone	3.116	6 paesi balcanici (9)	5.738		
Cina	399			TOTALE ORO NEGLI S. U.	337.839
				TOTALE RISERVE AUREE	527.488
				52 PAESI	

(1) Cifra del marzo, data cui si riferisce l'ultimo bollettino ufficiale sulla situazione dell'Eq. Exch. Account.

(2) Egitto, 1.045; India, 5.206; Canada, 4.142; Nuova Zelanda, 437; Sud Africa, 4.161.

(3) E riportata la cifra resa nota ufficialmente nel maggio 1939.

(4) Paesi Bassi, 14.611; Indie Olandesi, 1.520.

(5) L'oro del Congo Belga è incluso nella voce: « 16 altri paesi ».

(6) È riportata la cifra resa nota ufficialmente nel dicembre 1938.

(7) Rispettivamente 9.975 e 1.311.

(8) Danimarca, 1.007; Norvegia, 2.033; Svezia, 6.745.

(9) Bulgaria, 456; Grecia, 570; Ungheria, 456; Rumania, 2.603; Turchia, 570; Jugoslavia, 1.083.

(10) Messico, 551; Argentina, 8.113; Brasile, 646; Cile, 570; Colombia, 380; Perù, 361; Uruguay, 1.292.

(11) Dato ufficiale della Tesoreria U. S. A.

## La politica monetaria dal 1919 al 1939<sup>(\*)</sup>

Per concludere le rassegne che sono state, fino ad ora, dedicate all'esame dei problemi monetari del 1939 non resta che riassumere le vicende monetarie degli ultimi mesi, dopo l'inizio del conflitto. Dilungarsi su di esse, forse, non vale troppo la pena: trattasi, in genere, dei soliti, ben noti, fenomeni portati dalla guerra, e, in ogni modo, di uno svolgersi di eventi che è lungi dal dare una sensazione adeguata della situazione economica che, per effetto delle vicende della guerra, è destinata a svilupparsi. Il « fattore monetario » è oggi, poi, più che mai « subordinato »:

1) all'interno, perchè domina tutto la necessità di compiere il maggior sforzo finanziario possibile onde mettere lo Stato in grado di vincere. La finanza, che già in occasione dell'altra guerra, e un po' in tutto il successivo periodo (per i maggiori oneri gravanti sullo Stato in conseguenza della sua politica di alleviamento della crisi, dopo il 1929; più tardi, per il riarmo), ha esercitato una influenza determinante sull'evoluzione della situazione economica, riprende in pieno il suo dominio. Fatto da alcuni deprecato, che vedono nel peso tributario e nell'incertezza che essa fa gravare sulle iniziative private l'elemento determinante della persistenza della crisi dell'economia contemporanea; da altri invece considerato infondo logico, razionale: un principio che attuato decisamente, in condizioni diverse da quel che non siano le condizioni di guerra, darebbe buoni frutti e consentirebbe di risolvere la crisi del sistema liberale capitalista. È inu-

---

(\*) La prima parte di questo studio è stata pubblicata, sotto il titolo: *Caratteristiche dell'evoluzione monetaria dopo l'inizio delle ostilità*, in « Economia », settembre-ottobre, 1940, pag. 118.



tile, in questo caso, attribuire al fattore monetario ciò che è causato dal fattore finanziario: sono i bisogni dello Stato, le spese dello Stato, che determinano direttamente quella struttura dell'impiego delle energie produttive e delle ricchezze del Paese in conseguenza della quale la massa dei cittadini, nel suo complesso, vedrà restringersi la possibilità di soddisfare i suoi bisogni normali, mentre all'interno di questa stessa massa determinate categorie, quelle più direttamente interessate nelle produzioni indispensabili al Paese in guerra o viventi nell'ambito di esse, o in grado di meglio sfruttare le possibilità che esse offrono, usufruiranno di una specie di redistribuzione di redditi a danno di altre più esposte ai perturbamenti della guerra. Che ciò avvenga attraverso un'inflazione, oppure attraverso un inasprimento fiscale e collegati fenomeni della *traslazione*, della *diffusione*, nonché della *evasione* e dell'*elisione* — con i quali le forze economiche « sgretolano », direbbe il De Viti De Marco, anche una ripartizione giuridica che di esse non abbia tenuto conto — non ha, *entro certi limiti*, grande importanza. Specialmente per quelle economie ove non vi è possibilità di una disciplina profonda che impedisca l'attuarsi di tali fenomeni, ancor più rafforzando la resistenza che ad essi già offrono le cosiddette *forze di attrito*. Solo al cessare della guerra si potrà eliminare gl'inconvenienti della guerra e ristabilire una situazione più favorevole a quanti ora sono da essa maggiormente danneggiati: se pure ciò parrà opportuno. Ad ogni modo, oggi, il fenomeno monetario segue come un cane il fenomeno finanziario;

2) all'esterno, perchè alleanze politiche e neutralità molto dubbie, blocchi e controblocchi, cioè sequestri di merci e affondamenti di navi, lusinghe allettate con tintinnare di oro o con tintinnare di armi, rendono i *cambi* e l'*altezza dei cambi*, e perciò il calcolo dei poteri d'acquisto e dei livelli cosiddetti « naturali » delle monete, del tutto privi di significato. Non solo gl'interessi politici, le mine magnetiche e le altre offese belliche, ma lo stesso stato di guerra — in quanto obbliga tutti i paesi ad un intenso sforzo di riarmo o, per lo meno, ad un prudente accaparramento di approvvigionamenti — ha portato ad una tale tensione la corrente dei traffici, che l'eccitamento derivante da una « sottovalutazione » monetaria sembra l'apporto di una pila da lampadina tascabile nel cavo di una grande centrale elettrica. Non solo sono impediti i movimenti delle merci (per la guerra economica di blocco e controblocco, per l'interruzione delle linee di comunicazione, per la scarsezza di navi ed i rischi della navigazione), ma le merci stesse che si usava destinare al commercio

estero, e quelle proprio oggi più intensamente, si potrebbe quasi dire, unicamente ricercate, assumono una maggiore importanza per il mercato interno. Nel grande assorbimento di energie di lavoro che la guerra da una parte, il riarmo, dall'altra, determina, è la capacità di produrre ancora beni da esportare e di poterli esportare (libertà dei mari per le proprie navi; rafforzamento della flotta mercantile, in modo da supplire al vuoto lasciato dal ritiro di navi straniere o dalle perdite della navigazione ecc.) che conta, più che il livello del cambio. È un problema di potenza di lavoro (1) e di potenza di armi, più che di manovra (2) e potenza monetaria (3). Ciò appunto spiega: come

---

(1) Giustamente, perciò, scriveva il DE STEFANI (in *Economia* 1940, in « Rivista di Scienze Economiche », gennaio 1940): « dovendo dunque i popoli contare soprattutto sul lavoro e sulle risorse materiali interne, che il lavoro mobilita, il problema del suo impiego effettivo diventa più che mai un fattore di resistenza e di vittoria.... Mai come nelle attuali circostanze, che decidono delle sorti delle nazioni, l'impiego dell'uomo ha un più alto valore ».

(2) Da qualche tempo del resto, come dice il Presidente della Banca Nazionale dei Paesi Bassi, TRUPTIL, nella sua ultima relazione, « le manipolazioni monetarie sono meno nel centro dell'interesse ». Si è constatato (v. *La crisi della sterlina*, cit.), per esempio, che la politica delle svalutazioni monetarie, ispirata alla teoria della parità del potere d'acquisto, era stata sostituita da quella dei « fondi di combattimento », dettata da considerazioni più realistiche. Per il Truptil ciò è dovuto al fatto che « l'inutilità di tali manipolazioni è ora riconosciuta in più ampi circoli » (il T. si badi, è un fervente propagandista del ritorno al sistema della base aurea) e, ciò che forse è più importante ancora, al fatto che la « libertà nel campo monetario che quasi tutti i paesi hanno ora riservato per se stessi rende meno facile per un singolo paese riuscire a migliorare la sua posizione con il ricorso a questo artificioso espediente » (v. *Relazione 1940 della Banca Nazionale dei Paesi Bassi*).

(3) Solo per un breve periodo poté sembrare che l'oro fosse destinato ad asservire i traffici, che avesse messo in moto la più poderosa pompa aspirante di ricchezze mai esistita, rivolta a fare il vuoto tutto intorno alla Germania. Calcola il Federal Reserve Board degli S. U. (v. fasc. dicembre del *Federal Reserve Bulletin*, pag. 1043) che il potere d'acquisto sul mercato internazionale (oro e crediti in dollari di sicuro e rapido realizzo, assimilabili all'oro) dei vari paesi fosse, nel 1939, in dollari: Inghilterra: 4 miliardi 230 milioni (contro 2,765 - 3,985 nel 1914); Francia: 3 miliardi 580 milioni 1,080 - 1,280 nel 1914); Canada: 1 miliardo 630 milioni (115 nel 1914); Germania: 180 milioni (1,030 - 1,330 nel 1914); Olanda: 1 miliardo 780 milioni (660 - 860 nel 1914); per i rimanenti paesi: 8 miliardi 420 milioni (contro 2,450 - 2,550 nel 1914). I dati del F. R. Board rivelano il formidabile potere d'acquisto delle Potenze democratiche: cifre tanto più considerevoli, in confronto a quelle del 1914, per la più pronta disponibilità sia dell'oro (accentrato nelle riserve ufficiali e non in circolazione nel paese), sia dei proventi della liquidazione dei titoli (per la maggior solidità del mercato americano rispetto al 1914: nel 1914, infatti, la limitata liquidazione di averi americani da parte dell'Europa



anche in paesi come l'Inghilterra, ove la tendenza era sempre per considerare sopravvalutata la moneta e chiedere una ulteriore svalutazione che agevolasse il commercio d'esportazione, oggi invece si chiede

provocò notevoli ribassi alla borsa di New York; nei primi mesi della presente guerra, invece, le sole autorità inglesi hanno potuto liquidare in media 100 milioni di dollari di titoli, mensilmente, senza che si verificasse alcun tracollo (v. *Federal Reserve Bulletin*, ottobre 1939, pag. 841; *idem*, marzo 1940, pag. 206); sia, infine, per il fatto che se pure nel 1914 i prezzi erano 20 % più bassi rispetto a quelli dell'agosto 1939, essi successivamente salirono rapidamente fino a superare di 2 e anche 3 volte quelli attuali; aumento invece che, data la maggior potenza produttiva mondiale, la grande disponibilità di impianti inutilizzati, sembra oggi da escludersi. (Tale è, almeno per i prezzi agricoli, l'esplicito parere del BLACK, in *The effect of war on agriculture*, in « *Proceedings of the Ac. of Pol. Sc.* », gennaio 1940; dello stesso parere sono pure L. E. EDIE, *Influence of war on prices*, in *idem*, e CIRIACY-WANTRUP, *The relation of war economics to agriculture*, in « *Papers and Proceedings of the 52 An. Meet. of the Am. Econ. Ass.* », dicembre 1939; contro il nostro BORGATTA: v. *Riserve auree o riserve di merci*, in « *Commercio* », gennaio 1940). L'importanza di queste cifre risulta ancora meglio se si ricorda che l'ammontare dei prestiti concessi dagli S. U. ai paesi alleati, nell'altra guerra, non superò gli 8 miliardi 800 milioni di dollari. A malgrado quindi del JOHNSON ACT, gli S. U., a meno che non ricorressero ad un poco probabile protezionismo anti-aureo e ad un blocco dei crediti stranieri, erano anche questa volta, economicamente, travolti nella sfera anglo-francese. È facilmente comprensibile quale potesse esser la conseguenza dell'esistenza nelle mani di una delle parti belligeranti di un così formidabile potere d'acquisto: esso consentiva l'accaparramento preventivo di tutte le risorse disponibili nel mondo, mettendole a disposizione di una delle parti ed evitando che cadessero nelle mani dell'altra o dei paesi che la rifornivano. L'oro anzi, se ben si guarda, non rappresentava nulla più che il motorino d'avviamento di questo formidabile meccanismo aspiratore: esso avrebbe dovuto mettere in marcia l'economia degli S. U. (e forse di qualche altro paese neutrale particolarmente adatto), spingendola al suo massimo ritmo produttivo, a profitto in parte degli stessi Alleati: a questo punto, però, all'azione diretta della guerra economica si sarebbe aggiunta l'attrazione del vortice produttivo americano, nell'aggravare il vuoto intorno alla Germania ed ai suoi amici. Si comprende, perciò, che in un primo tempo il movimento del traffico tendesse a spostarsi, nei paesi neutrali, in modo favorevole agli Alleati: essi soli dispensavano l'oro necessario per poter accostarsi al mercato internazionale delle materie prime, divenuto ora ancor più inaccessibile. « *Les achats de ces articles (materie prime per l'industria tessile) — scrivevano in questo periodo due economisti jugoslavi — aux pays payant en devises exigent un renforcement des exportations yougoslaves vers ces pays afin de trouver un équilibre des entrées et des sorties des devises* » (GRDJITCH-ROSENBERG, *L'économie yougoslave sous le signe de la guerre*, in « *Revue économique internationale* », nov. dic. 1939). È a delle ragioni di questo genere che l'Inghilterra deve il relativo successo dei suoi negoziati con i paesi scandinavi, ed altri, neutrali. La grande difficoltà di procurarsi materie prime, avvolte manufatti, di assoluta necessità rendeva ancor più urgente per tali

al governo di vendere al più alto prezzo possibile — tenendo alto il cambio — i prodotti nazionali all'estero, dato che se ne potrà produrre ed esportare sempre meno (4); come l'enfasi per le riserve di oro come *tesoro di guerra* abbia dato il passo alla tendenza a considerare molto più opportuna una riserva-tesoro di guerra in metalli e materie prime d'impiego diretto (5), poichè si è visto la difficoltà, in

paesi operare una redistribuzione delle proprie esportazioni al fine di ottenere maggiori afflussi di divise « libere ». A tutto questo però le conquiste militari del Reich e l'intervento dell'Italia, tagliando vie di comunicazioni e isolando importanti zone dell'Europa dal nemico, hanno posto in gran parte fine. Il grande aspiratore di ricchezze è rimasto, in parte, sulla carta.

(4) Cfr. « The Economist », fasc. 26 agosto 1939; *The Question of Over Valuation*; idem, fasc. 4 novembre: *Exchange Policy and Exports*; idem, fasc. 9 marzo 1940, pag. 425: *Sterling Rate Policy*; idem, fasc. 6 aprile: *Free and Controlled Pounds*; idem, fasc. 11 maggio, pag. 852: *Free Sterling*. Cfr. pure: P. EINZIG, *The Unofficial Market in Sterling*, in « The Economic Journal », dicembre 1939; meglio ancora: GRENVILLE HOLDEN, *Rationing and Exchange Control in British War Finance*, in « The Quarterly Journal of Economics », febbraio 1940; T. BALOGH, *Foreign Exchange and Export Trade Policy*, in « The Economic Journal », marzo 1940. Secondo J. MORET (v. *Quatre mois d'économie de guerre en Suisse*, in « Revue d'Économie Politique », gennaio 1940) ciò sarebbe stato perfettamente riconosciuto dalle autorità svizzere, le quali ne avrebbero tratte da tempo le necessarie conseguenze per la loro politica monetaria. Per la politica delle autorità italiane si veda la relazione del Ministro Riccardi al Senato, riportata anche in « Economia Fascista », maggio c. a.

(5) In Italia la « Rassegna Monetaria » nel riprendere, all'inizio dell'anno, la sua attività si è pronunciata in favore di questa tendenza in una importante nota direttoriale. Dopo aver osservato che l'oro ha perso le funzioni puramente monetarie, conservando solo quella di « tesoro bellico », ed aver accennato come per questa sua funzione troppo dipenda dalla volontà della Tesoreria degli S. U. che inaugurando un protezionismo « anti-aureo » può ridurne il valore praticamente a zero, la nota concludeva: « come tesoro di guerra.... l'oro va sostituito con altre merci di mercato altrettanto vaste come l'oro, ma che abbiano, altresì, la capacità di servire direttamente a impieghi bellici diretti in caso di emergenza » (cfr. *Oro?*, in « Rassegna Monetaria », gennaio 1940). D'altro lato lo ZECCA (cfr. *La « ragion di scambio » nel nostro commercio con l'estero*, in « Rassegna Monetaria », gennaio 1940) rilevava come l'utilità del « tesoro di guerra » si riduca grandemente per effetto stesso dell'evoluzione dei prezzi: « le nostre esportazioni destinate a far valuta in regime di prezzi mondiali crescenti possono venir svalutate attraverso un semplice accantonamento valutario ». Nello stesso senso si è pronunciato il FLORA in *L'oro e la guerra*, in « Rivista Bancaria », gennaio 1940. Questi punti ed altri ancora sono stati esaminati dal BORGATTA (*Riserve auree o riserve di merci?*, in « Commercio », gennaio 1940), il quale con la sua consueta limpidezza esamina il pro e il contro di una riserva in oro o merci. Mentre, secondo l'illustre autore, « nell'ipotesi del mantenimento dello stato di non belligeranza per tutta la durata



tempo di guerra: a) di ottenere merci preziose per lo Stato in guerra, in cambio di oro (si pensi ai numerosi divieti di esportazione di merci; si pensi in particolare che lo Stato più ricco di materie prime e il più grande fornitore del mondo, gli S. U., l'unico d'altro canto che ancora sia disposto ad assorbire oro in quantità illimitate, ha già posto l'embargo sul petrolio, sui rottami di ferro e ora medita di porlo sull'acciaio); b) in ogni modo, di trasportarle da un punto all'altro del globo, fino ai propri porti.

\* \* \*

Ciò premesso ecco, in breve, le caratteristiche della situazione monetaria dopo l'inizio delle ostilità:

A) il controllo dei cambi si è di colpo esteso in una zona ben maggiore di quella finora da esso asservita: praticamente un solo paese, gli S. U., gode ancora della libertà dei cambi e dei movimenti dei capitali. Controllo, avvolte, all'inizio, non così organico e completo come quello già in vigore negli altri Stati, ma che poi progressivamente si completa (un'altra volta l'esperienza conferma che le mezze misure non servono) fino a rassomigliare quasi del tutto e a confondersi con quello (6). Il 3 settembre il controllo dei cambi ve-

del conflitto, risulterebbe conveniente una preponderante destinazione dei saldi attivi all'aumento delle riserve auree », nell'ipotesi opposta, « di gran lunga maggiore appare l'opportunità di un accrescimento delle riserve delle materie indispensabili ad integrare, rafforzare il processo autarchico ed assicurare il fabbisogno per la sussistenza, resistenza e difesa della Nazione ». Tuttavia nell'incertezza, continua il Borgatta, « ritengo più conforme al monito del Duce, "Lavorare vigilanti e prepararsi per ogni eventualità", un maggior impiego dei mezzi disponibili per l'accrescimento della nostra dotazione di materie prime e prodotti essenziali ». Dello stesso parere è pure lo JANNACCONE: « Un paese, il quale tema che la guerra esaurisca le sue risorse interne o lo privi dei rifornimenti dall'estero, tanto meglio si prepara a sostenerla, quanto più copiosamente si provveda d'armi e vettovaglie, e quindi quanto più oro ceda.... Nerbo della guerra non è l'oro ma un reddito reale disponibile più grande che sia possibile, quale può esser dato da un vigoroso potenziamento della produzione interna e, ove questa non basti, dall'importazione di prodotti finiti o semifiniti, i quali richiedano una minor quantità di tonnellaggio navale e di altri mezzi di trasporto che non le materie prime, sottraggano minor somma di lavoro e capitali tecnici alla produzione interna di altri beni, ed annullano o rendano assai più breve l'attesa delle trasformazioni industriali » (cfr. P. JANNACCONE, *I massimi problemi dell'autarchia*, in « Archivio di Studi Corporativi », 1940, pag. 37).

(6) L'esperienza inglese ci fornisce un altro tipico esempio di progressivo irrigidirsi del controllo dei cambi, di fronte all'insufficienza di ogni altro meno completo strumento. In un primo, brevissimo periodo, parve quasi che non ci sa-

niva introdotto in Inghilterra e successivamente esteso ai Dominii e all'Impero, avvolte in forma più rigorosa. Così in Australia, dove già dalla fine del Settembre tutto il commercio d'esportazione era sottomesso al sistema delle licenze, con obbligo di cedere le divise ot-

rebbe stato bisogno di un controllo dei cambi: cessando (il 1° settembre) di puntellare la sterlina con le risorse del Fondo di stabilizzazione e lasciandola libera di fluttuare il Governo inglese parve sperare che il ribasso da essa subito scoraggiasse i creditori stranieri dal ritirare i loro fondi da Londra e bastasse ad arrestare la fuga di capitali. Questa fuga di capitali in ogni modo non importava più perdite di oro per il Fondo dei cambi (cfr. *Sterling Unpegged*, in « *The Economist* », 2 settembre 1939). Di fronte però alla gravità della pressione sulla sterlina si rese indispensabile un provvedimento più efficace: il 3 settembre veniva così instaurato il controllo dei cambi. *Tuttavia in un primo tempo è un controllo solo parziale.* Compito di un controllo dei cambi efficace è infatti: 1) eliminare il mercato interno dei cambi; 2) eliminare, nei limiti del possibile, il mercato libero all'estero. Il controllo del mercato straniero è implicito, infatti, nel controllo dei cambi. Questo appunto si ottiene di solito con l'artificio di far versare dagli importatori nazionale alla banca centrale le somme da essi dovute ai fornitori stranieri, impedendo con ciò che essi, a meno di non voler pagare due volte la stessa merce, si facciano tirare dal loro creditore una tratta, tratta che verrà poi venduta sul mercato estero, influenzando il corso dei cambi su quella piazza. *Di questa necessità di prosciugare, il più possibile, anche il mercato libero estero della sterlina il controllo inglese non si è invece, in un primo tempo, affatto curato* (cfr. *Federal Reserve Bulletin*, ottobre 1939, pag. 842). Esso non ha: 1) bloccato i fondi stranieri in Londra: era così consentito liberamente il trasferimento di sterline dal conto corrente di uno straniero al conto corrente di altro straniero; 2) ciò che è ancor più strano, ha consentito con molta larghezza (cfr. *Sterling's Recovery*, in « *The Economist* », 18 novembre 1939) permessi per trasferire sterline dal conto corrente di un cittadino inglese al conto corrente di uno straniero. Questi due — un terzo era costituito dalle falle nel controllo dei cambi dell'Impero, specie in Estremo Oriente e nel Canada — costituivano i canali principali attraverso cui un flusso ininterrotto di sterline, a dispetto del controllo dei cambi, affluiva sui mercati esteri creando il fenomeno delle « borse nere » della sterlina. L'offerta di sterline sulla piazza di Amsterdam, di Stoccolma, di New York, che faceva scendere a quota ben inferiore a quella « ufficiale », avvolte addirittura catastrofica, il cambio « libero » della sterlina, era appunto costituita dai crediti su Londra, goduti da stranieri, che ora venivano offerti a qualche altro straniero, e dalle sterline offerte da cittadini inglesi stessi, grazie al trasferimento col modulo *E. I.*; infine dalle sterline sfuggite dalle maglie del controllo. Ma, salvo per quel che riguarda quest'ultima parte, non poteva dirsi, come si vede, un mercato illegale, una vera e propria « borsa nera ». *Flusso di sterline che era in realtà un vero e proprio flusso di oro.* Le sterline acquistate a buon prezzo sul libero mercato servivano infatti agli stranieri per pagare i prodotti importati dall'Inghilterra; ai debitori verso cittadini ed enti inglesi, per liberarsi dai loro debiti. Era altrettanto oro che veniva a mancare alle autorità inglesi: mentre esse dovevano continuare a far fronte alle richieste legittime degli importatori e dei cittadini ed enti inglesi debitori verso l'estero, fornendo tutto



tenute alla Banca centrale. Esso naturalmente incontra notevoli difficoltà di applicazione nelle zone periferiche, come nell' Estremo Oriente, da cui sterline di contrabbando affluiscono ai mercati « liberi » di New York e specialmente di Amsterdam, e nel Canada, le

l'oro (divise) richiesto. La massa degli acquisti di materie prime e merci necessarie alla condotta della guerra, come quelli effettuati negli S. U., veniva saldata tramite le rispettive autorità monetarie e non gravava affatto sul mercato libero. Mentre, perciò, continuava il flusso di uscita di oro e divise pregiate, veniva a mancare la corrente opposta di versamenti di oro e divise; veniva inoltre a mancare la possibilità di controllo del movimento delle merci e dei capitali, e del cambio della sterlina, cioè la ragione stessa del controllo. Il più importante dei mercati liberi era quello di New York; mercato tuttavia di non grande rilevanza, se pure, appunto per la sua ristrettezza, estremamente sensibile (l'*Economist* calcola che il valore delle sterline contrattate ammontasse in media a sole 10 - 20 mila giornaliere, cioè circa il 5 - 10 % delle contrattazioni complessive in sterline; data questa ristrettezza del mercato un'offerta (domanda) limitata di sterline era sufficiente a determinare forti crolli (rialzi) del corso libero. (Cfr.: *Sterling's Recovery*, cit.; *The Free Market in Sterling*, in « *The Economist* », 24 febbraio e 2 marzo 1940). La crisi della sterlina fra l'11 e il 18 Novembre s. a. (tensione tedesco-olandese) pare sia stata provocata dalla vendita di solo 1 milione e mezzo di sterline. È solo in un periodo successivo che il controllo dei cambi inglese è reso più efficiente e completato. A partire dalla fine di novembre fino all'8 gennaio c. a. il canale n. 2 (trasferimenti di sterline da conti correnti di cittadini inglesi a conti correnti di stranieri) è progressivamente chiuso: la Banca d'Inghilterra ordina alle banche ordinarie, divenute dall'inizio del controllo dei cambi sue collaboratrici, di esercitare su tali trasferimenti lo stesso rigore e gli stessi criteri usati nella conversione di sterline in divise estere (cfr. *Tightening up the Exchange Control*, in « *The Economist* », 2 dicembre 1939; *The British Exchange Control*, idem, 9 dicembre; *Sterling Payments Abroad*, idem, 13 gennaio 1940, pag. 65). Era questo il canale principale che riforniva il mercato libero della sterlina, poichè le sterline offerte da stranieri aventi fin da prima della guerra fondi a Londra tendevano a contrarsi col progressivo esaurimento di questi fondi; mentre il rafforzarsi del controllo in tutto l'Impero portava a limitare anche l'offerta di sterline di contrabbando. Con questi provvedimenti si venne a limitare l'offerta di sterline sul mercato libero; il corso libero della sterlina ne risentì subito giovamento, giungendo nella seconda metà di dicembre, sulla piazza di New York, a solo 1 % di sconto sul cambio ufficiale. Ma, nel corrente anno, progressivamente viene ristretta anche la domanda di sterline sui mercati liberi. Vi concorrono: 1) i numerosi accordi di clearing che l'Inghilterra nel frattempo stringe con paesi neutrali, accordi che restringono sia l'offerta che la domanda; 2) i provvedimenti del 25 marzo con i quali si costringeva gli esportatori di determinate merci in determinati paesi, a versare al Tesoro, in divise pregiate o in sterline acquistate al cambio ufficiale, il provento delle loro vendite. (Cfr.: *Banning of the Free Market*, in « *The Economist* », 2 marzo, pag. 385 [nuove disposizioni per i pagamenti alla borsa dei diamanti di Londra]; *Indian Export Payments*, idem, idem [il Governo dell'India vincola i pagamenti di tutte le merci esportate]; *Stricter Exchange Control*, idem, 9 marzo,

cui frontiere con gli S. U. lasciano filtrare ingenti quantità di capitali. In un primo tempo è poi un controllo molto parziale. Il 10 settembre è la volta della Francia di instaurare il controllo dei cambi (7). Ma l'adozione di un qualche tipo di controllo dei cambi non è ristretta ai paesi belligeranti. Esso entra in vigore in numerosi paesi neutrali, se pure spesso in forme larvate: così, per esempio, in Svezia, ove

---

pag. 425; *New Exchange Regulations*, idem, 16 marzo). Si noti però che, mentre ogni rafforzamento del controllo che abbia per effetto di restringere l'*offerta* è benefico per il corso del cambio « libero », ogni rafforzamento del controllo che causi invece una contrazione della *domanda*, provoca un ulteriore peggioramento di esso. Perciò dopo l'entrata in vigore di questi provvedimenti il cambio « libero » della sterlina è andato continuamente calando: gli stranieri desiderosi di sbarazzarsi dei loro averi a Londra, i contrabbandieri di sterline hanno avuto più grandi difficoltà a disfarsi delle loro sterline. (Cfr.: *Slump in free sterling rate*, in « The Economist », 24 marzo 1940; *Free Sterling*, idem, 6 aprile, pag. 626; *Federal Reserve Bulletin*, aprile 1940, pag. 277; idem, maggio, pag. 383). Ciò a sua volta induce: 1) ad includere sempre nuove merci nella lista di quelle per le quali è fatto obbligo di versare i proventi della vendita, alle autorità, in oro o divise pregiate; 2) ad accelerare la conclusione di nuovi accordi di clearing.

Si pensi infatti che il peggioramento del cambio « libero » aumenta:

1) la perdita subita nella vendita di tutte le rimanenti merci non comprese nella lista — peggioramento della « ragion di scambio » per determinate merci —;

2) la perdita subita nelle vendite a paesi con i quali, in mancanza di un cambio ufficiale, ci si basa sul cambio « libero » sterlina-dollaro — peggioramento della « ragion di scambio » con determinati paesi (la Banca d'Inghilterra aveva fissato, infatti, un cambio ufficiale solo con dieci monete straniere). Cfr. *Free and Controlled Pounds*, in « The Economist », 6 aprile 1940.

Come una volta messo in moto un motore, questo deve raggiungere il maggior numero di giri possibile per fornire un lavoro efficiente, così il controllo dei cambi, una volta instaurato, precipita verso la disciplina totale del commercio estero, una rete completa di accordi di clearing, la determinazione con accordo politico dei cambi, l'abolizione di ogni mercato vero e proprio dei cambi. Ed infatti, nel giugno, ulteriori, più rigidi, provvedimenti erano presi per rafforzare il controllo sull'esportazione delle merci dell'Impero, mentre le autorità dichiaravano di esser desiderose di stringere rapidamente accordi di clearing con tutti i rimanenti Paesi neutrali con i quali ancora accordi del genere non esistessero. (Cfr. *Federal Reserve Bulletin*, luglio 1940, pag. 638).

(7) A differenza del provvedimento inglese il decreto francese non stabiliva anche la requisizione dell'oro e dei crediti esteri, in possesso di cittadini francesi all'inizio della guerra: era però fatto obbligo di denunciarli entro il 15 gennaio 1940. Ciò che ha indotto molti, per non dover sottostare alla formalità della denuncia e con ciò incorrere nei rigori del fisco, a far rientrare volontariamente i capitali dall'estero, facendoli convertire dalla propria banca in franchi presso la Banca di Francia. (Cfr. *Relazione 1940* del Governatore della Banca di Francia).



il controllo formale entrerà in vigore solo a marzo, fin dal primo mese di guerra un accordo stringe le banche (*gentlemen's agreement*) di non conceder divise altro che per operazioni di comprovata natura commerciale. Col passare del tempo le norme che regolano il controllo dei cambi sono dovunque inasprite. Esse mirano a conservare allo Stato, per i supremi bisogni della collettività tutte le disponibilità di oro e divise del Paese, nonchè i proventi delle operazioni correnti effettuate con l'estero: cioè eliminare le fughe di capitali, impedire acquisti di merci considerate, nel momento presente, d'importanza secondaria per il Paese.

A-1) L'estendersi dell'area ove regna il controllo dei cambi porta con se, come naturale conseguenza, una fioritura di accordi di clearings, poichè tali accordi grandemente ne agevolano l'applicazione. Essi aiutano, infatti, a restringere la domanda e l'offerta di divise del Paese che ha posto il controllo sul mercato libero e ad evitare il fenomeno di una duplice quotazione della moneta che, a sua volta, eccita tale domanda ed offerta. L'Inghilterra già ostile a tutto ciò che poteva nuocere agli scambi multilaterali, si affida con grande ardore alla politica degli accordi bilaterali. Nel giugno c. a. erano ben pochi i paesi neutrali con i quali essa non avesse un accordo di clearing. Nello sforzo, anzi, di adattare alla struttura della sua bilancia dei pagamenti questo strumento essa dà vita a nuovi tipi di clearing. Caratteristico è l'aver esteso la tecnica di questo strumento fino a coprire anche transazioni non direttamente intercorrenti fra i due paesi. Per esempio, nell'accordo di clearing fra la Svezia e l'Inghilterra, riconoscendosi la necessità di lasciare immutata la situazione esistente, ovvero un certo saldo attivo in favore della Svezia, si stabiliva che la Svezia potesse utilizzare parte del provento delle sue esportazioni in Inghilterra in acquisti *in paesi diversi dall'Inghilterra e dall'area della sterlina*: questi però erano tassativamente indicati: il Belgio e il Brasile (8).

---

(8) Ecco altre sterline che col pieno consenso delle autorità inglesi affluivano, in definitiva, sul mercato libero della sterlina. Tuttavia i saldi degli scambi fra il Belgio, il Brasile e la Svezia, da un lato, e il Belgio, il Brasile e l'Inghilterra (o meglio, area della sterlina), dall'altro, in genere tendevano a compensarsi. Nel clearing con la Spagna 45 % dei proventi di vendite di prodotti spagnoli all'Inghilterra doveva esser utilizzato in acquisti in Inghilterra; 45 % in acquisti in paesi dell'area della sterlina, *tramite ditte inglesi*; 10 %, infine, era riservato per i premi di assicurazione e altre voci della bilancia cosiddetta « invisibile ».

A - 2) Una volta entrati in questo ordine di idee, una volta battuti in breccia i resti di un sistema monetario internazionale, molteplici possibilità si offrono, tutto un nuovo orizzonte si apre davanti alla politica monetaria. Ben presto anche gli accordi di clearing e il controllo dei cambi *non rappresentano più solo uno strumento per realizzare la compensazione sicura degli scambi con l'estero*: è rimasta aperta la questione della « ragion di scambio » da usare ed essi diventano così tutto ad un tratto strumenti efficienti per manovrare questa « ragion di scambio ». Troppo infatti, negli ultimi dieci anni, per ottenere un pur lieve incremento del volume delle esportazioni, avvolta solo un aumento artificioso di prezzi per le industrie esportatrici, si è sacrificato la « ragion di scambio » nel commercio internazionale, si è svenduto la propria merce agli stranieri. Questa politica era tollerabile in un periodo di grande disoccupazione e di inutilizzazione degli impianti, quale quello dell'ultimo decennio: *diventa intollerabile ora che la guerra assorbe tutta la potenza produttiva, che il bisogno di merci importate è diventato acuto per i paesi meno forniti, non autarchici*. Si tratta quindi, ora, di sfruttare in pieno *l'inelasticità della domanda estera* dei propri prodotti, le cosiddette « imperfezioni dei mercati esteri », e render più favorevole la « ragion di scambio ». Il controllo dei cambi ed i clearings non solo consentono ciò, *ma accrescono essi stessi all'infinito queste « imperfezioni »*: il clearing è proprio tagliato per questo! Un efficiente controllo dei cambi (sistema delle licenze di esportazione, o, in ogni modo, controllo dei pagamenti esteri) ed una rete di accordi di clearing consentono infatti:

1) di migliorare la « ragion di scambio » sfruttando in pieno la differenza di elasticità della domanda estera, *attraverso un sistema di pluralità di cambi*, ovvero un sistema di sussidi differenziati all'esportazione (9);

2) non solo, ma di *ridurre ulteriormente questa elasticità*: gli accordi di clearing, infatti, impedendo ai paesi legati dal clearing di utilizzare le divise guadagnate con le proprie esportazioni in acquisti in mercati ove i prezzi sono più favorevoli, riducono praticamente

---

(9) La moneta controllata, cioè, negli accordi di clearing viene più o meno « sopravvalutata » o « sottovalutata » a seconda della resistenza che in ciascun paese le nostre esportazioni devono già vincere. Se, per esempio, la domanda dei nostri prodotti in un dato paese è molto *elastica*, si restringe quindi grandemente per effetto del più piccolo aumento dei prezzi, è ovvio che la « sopravvalutazione » dovrà in questo caso esser minima (o la « sottovalutazione » massima).



l'elasticità della domanda estera dei prodotti del Paese che ha imposto il controllo ed il clearing (10).

Non più dunque un cambio unico, ma una politica di pluralità di cambi, diversi a seconda dell'opportunità che il traffico coi vari paesi offre a questa manovra di rovesciamento della « ragion di scambio »; diversi a seconda degli obbiettivi, non solo valutari ma *economici e politici*, che si persegue nei rapporti con i vari Paesi. Nelle attuali circostanze, migliorare la « ragion di scambio » nel commercio estero, grazie *alla pluralità dei cambi* consentita dal controllo e dalla rete dei clearings, diventa un aspetto fondamentale della politica monetaria. A questo mira l'Inghilterra, per esempio, coi provvedimenti del 25 marzo c. a.: per tutte le merci, di cui ha un vero *monopolio mondiale* (stagno, gomma, juta, whisky) essa applica il cambio « ufficiale » della Banca d'Inghilterra, cambio che costituisce una evidente sopravvalutazione della sterlina. In quanto alla Germania, essa, all'inizio delle ostilità, ha rialzato il cambio del marco in tutti quegli accordi di clearing in cui gli è stato possibile. Oltre tutto i paesi belligeranti hanno trovato in questa politica di pluralità dei cambi uno strumento per non far approfittare troppo i Paesi neutrali della loro privilegiata situazione di fornitori dei Paesi in lotta, e, possibilmente, per far ricadere un po' anche su loro l'onere delle spese di guerra (11).

---

(10) Specialmente quando il Paese che ha posto il controllo è un importante cliente dell'altro contraente del clearing. Il fatto che le divise che quest'ultimo ottiene dalle sue vendite nel Paese a moneta controllata non siano « libere », ma « bloccate » nel conto clearing, lo indurrà per forza ad acquistare prodotti del primo, anche se questi costeranno di più che in altri mercati. Almeno per l'ammontare del credito in clearing, la domanda è *inelastica* quanto mai ed il Paese che ha posto il controllo può tener alto il cambio, imponendo una favorevole « ragion di scambio ».

(11) Cfr. BALOGH, *Foreign Exchange and Export Trade Policy*, cit.; « Economist », *Exchange Control and Exports*, cit.; idem, *Sterling Rate Policy*, cit.; idem, *Free und controlled Pounds*, cit.; G. HOLDEN, *Rationing and Exchange Control in British War Finance*, cit.; « Federal Reserve Bulletin », novembre 1939, pag. 952; idem, aprile 1940, pag. 277; PERCY W. BIDWELL, *The Effect of Belligerent Trade Restrictions on American policy*, in « Proceedings of the Ac. of Pol. Sc. », maggio 1940, pag. 102. Come oggi sia questo divenuto un aspetto fundamentalissimo della politica valutaria è stato notato anche dal GRAGNANI, *Intorno ad alcune finalità meno note del controllo dei cambi*, in « Rivista Bancaria », giugno 1940. Circa gli inconvenienti che questa politica dei cambi plurimi presenta cfr. ALDO DE TOMA, *Regolamentazione del commercio estero e la pluralità dei cambi*, in « Giorn. degli Econ. e Ann. di Econ. », luglio-agosto 1939, e lo scritto fondamentale del DEMARIA.

\* \* \*

B) Lo smantellamento delle ultime posizioni del sistema monetario internazionale così progressivamente operato accelera (e quasi giustifica) il suo ulteriore disfacimento. Si verificano, infatti, altri fenomeni, confermantì anch'essi la riconosciuta subordinazione del fattore monetario; e precisamente:

1) nei rapporti *esterni*: il crollo del blocco della sterlina. È perchè ormai i cambi non esercitano più importanza decisiva sulle correnti del traffico, perchè ben altri fattori si sono sostituiti al fattore monetario, che non si rende più indispensabile ai Paesi pur tuttora vincolati all'Inghilterra da forti correnti di scambi continuare a sacrificare l'indipendenza delle proprie monete, costringendole a seguire nelle sue vicende la sterlina. La Svezia è stata la prima Nazione ad uscire dal blocco seguita, quasi subito, dalla Finlandia e dalla Norvegia; dopo un po' di esitazione anche la Danimarca, il Giappone (e con esso il Manchukuo e il Nord della Cina), nell'ottobre, il Portogallo, nel novembre abbandonano la sterlina per il dollaro. Blocco che, in realtà, già da tempo non era più tale, chè blocco può dirsi quando ognuno dei membri concorre alla saldezza del tutto. La fiducia nella sterlina di alcuni Paesi aderenti era invece negli ultimi anni così relativa che la loro adesione costituiva più un pericolo che non un elemento di forza. Non di rado la parte più volatile dei « volatili » capitali depositati in Londra dagli stranieri era costituita dalle riserve in sterline dei paesi del blocco: taluni di questi si comportavano come i più nervosi fra gli speculatori, non esitando a convertire in oro le loro riserve proprio quando la pressione sulla sterlina diveniva più pericolosa. In definitiva il blocco si riduceva e si è ridotto ai paesi legati all'Inghilterra da vincoli politici ben precisi. Sono questi i fattori ormai determinanti un blocco monetario effettivo. Così nel momento in cui molte Nazioni cessavano di far parte dell'area della sterlina, furono i vincoli politici fra loro esistenti che indussero la Francia ad aderire col suo Impero al blocco della sterlina (12);

---

(12) L'alleanza monetaria anglo-francese prevedeva:

1) la stabilizzazione del cambio a 176  $\frac{1}{2}$  Fr. per 1 Lst., fino a 6 mesi dopo la conclusione della pace;

2) l'apertura di un illimitato « conto corrente », senza pagamento di interessi, per gli acquisti di ciascun Paese nei territori dell'altro;



2) all'interno: accentramento delle riserve auree nei Fondi di controllo dei cambi e completa indipendenza del volume della circolazione dalla consistenza di esse; invariabilità dei tassi di sconto e continuazione della politica di denaro facile. In Inghilterra il Currency Defence Act ha disposto il passaggio dell'oro rimasto alla Banca d'Inghilterra (circa 279 milioni di sterline) all'Exchange Equalisation Account, al quale veniva contemporaneamente concesso un potere illimitato di contrarre prestiti sul mercato inglese, per provvedere agli acquisti di oro e divise. La circolazione *fiduciaria* passa di colpo da 300 milioni di sterline a 580. D'ora in avanti non sarà possibile alle autorità monetarie manovrarne il volume, ricorrendo a passaggi di oro dall'E.E.A. alla Banca e viceversa: a questa minor elasticità riparerà indubbiamente il Parlamento votando con celerità gli aumenti (o le diminuzioni) richieste dalla situazione. Tutto del resto fa credere che anche questa volta il suo ruolo sarà secondario rispetto a quello esercitato dall'*espansione del credito*. Pure nei Dominii si è effettuato il concentramento dell'oro nei Fondi di controllo dei cambi. In Francia, con la convenzione tra lo Stato e la Banca di Francia del 29 febbraio c. a., altri 30 miliardi di oro sono passati a disposizione del Fondo dei cambi. Non il solo volume della circolazione, ma anche l'altezza del tasso di sconto è determinata unicamente dalle necessità interne, dalla necessità di agevolare al massimo la mobilitazione integrale delle energie di lavoro e delle ricchezze del Paese. Non si era mai visto lo spettacolo di tassi di sconto « ufficiali » immobili in un momento così critico, mentre molte monete subiscono crolli non indifferenti. (Il tasso inglese salì evvero, da 2 a 4 % il 26 agosto; ma già il 28 settembre era sceso a 3 %, il 26 ottobre ritornato a 2 %). È che ancora una volta la manovra del « tasso di sconto » si rivela, in considerazione di tutte le circostanze, inadatto strumento di controllo dei cambi, dei prezzi e dell'evoluzione economica. « Niente sarebbe più stupido che aumentare il tasso pagato per il risparmio genuino allo scopo, non di prevenire l'inflazione, ma solo di indurre i privati piuttosto che il Governo stesso a promuovere una inflazionistica espansione del cre-

---

3) l'emissione in buon accordo di eventuali prestiti all'estero; gli acquisti in comune di prodotti stranieri;

4) una divisione delle spese comuni di guerra nella proporzione di 3 (Inghilterra) a 2 (Francia), data la maggior potenza finanziaria della prima. Cfr. *The Monetary Alliance*, in « The Economist », 13 gennaio 1940; *Federal Reserve Bulletin*, maggio 1940, pag. 382.

dito. La moneta nuovamente creata che il Governo prende a prestito non sarebbe meno « inflazionistica » perchè costa 5 % » — afferma con franchezza l'« Economist » (cfr. *A Three per cent war*, fasc. 20 gennaio 1940). In tale affermazione c'è molta diffidenza nei riguardi della possibilità di aumentare il risparmio *volontario* fino al punto da coprire con esso tutte le spese crescenti dello Stato; c'è il desiderio di non veder aggravato l'onere ingente dello Stato per il debito pubblico ed ancor più « congelato » il mercato dei capitali; c'è infine il desiderio di non veder ostacolate, senza distinzione di imprese necessarie o non necessarie alla difesa del Paese, le attività produttive. Il razionamento del credito (controllo *qualitativo*), mediante la volenterosa collaborazione delle banche, si afferma, nelle attuali circostanze, strumento ben più efficace. Così la vecchia disputa, già molto vivace nell'immediato dopoguerra, tra fautori della manovra del tasso di sconto e fautori del controllo qualitativo, sembrerebbe ormai definitivamente risolta a svantaggio del tasso di sconto. La politica di denaro facile, ad ogni modo, nei primi mesi della presente guerra è perseguita con ancor maggiore tenacia.

\* \* \*

C) Tutto questo, a sua volta, aggrava il problema dell'oro e rende ancor più paradossale la situazione degli S. U. A. L'aumento delle riserve auree americane continua con lo stesso ritmo imponente, raggiunto per effetto dell'inquietudine politica europea negli ultimi due anni. Da 407 milioni di dollari nell'agosto '39 la quota di aumento scende, per la difficoltà di organizzare i primi trasporti di guerra, a 159 nell'ottobre, ma risale poi gradualmente a 439 milioni nel maggio c. a. e a 754 nel giugno, cifra non raggiunta neppure nei mesi di più grave crisi del periodo prebellico (13). Le riserve auree degli S. U. — 16,6 miliardi nell'agosto '39 — hanno già raggiunto nel luglio c. a. i 20 miliardi di dollari. L'oro che nel frattempo ha attraversato l'oceano è però ancor più considerevole: non solo infatti l'Europa ha alimentato così considerevolmente le riserve auree degli S. U., ma ha anche accresciuto le riserve che essa tiene presso la Tesoreria americana. L'oro « earmarked for foreign account », pronto

---

(13) Esso è precisamente: settembre: 285,9; ottobre: 159,9; novembre: 267,1; dicembre: 285,1; gennaio: 287,5; febbraio: 246; marzo: 256; aprile: 336,9; maggio: 439; giugno: 754,2; 1-24 luglio: 404,3. Cfr. *Analysis of Changes in Gold Stock of the U. S.*, in « Federal Reserve Bulletin », agosto 1940, pag. 792.



a passare in proprietà definitiva del Governo degli S. U., sale da 1 miliardo 135 milioni (dollari), il 31 agosto '39, a 1 miliardo 706 milioni, il 29 giugno '40. Su un totale di 2 miliardi 750 milioni di dollari di oro importato nel periodo gennaio - giugno c. a. (contro 2 miliardi 559 nel periodo più lungo gennaio - agosto del precedente anno) ben 1 miliardo 934 milioni proviene dall' Inghilterra, dai suoi Dominii e dalle sue colonie. La Francia vi concorre con soli 241 milioni; la Svezia con 154, la Svizzera con 90, i Paesi Bassi con 63, il Giappone con 61, l'Italia con 43 (14). L'oro affluisce senza tregua negli S. U. dalle riserve delle banche centrali europee, non solo, ma sparito il mercato dell'oro di Londra, direttamente dai centri di produzione. Simpatia verso gli Alleati che sono quelli che maggiormente beneficiano delle vendite di oro agli S. U.; paura di dare da se stessi all'oro un colpo mortale, impedendogli una eventuale ripresa della sua funzione monetaria ed incorrendo nella più grave perdita finanziaria che la storia ricordi (svalutazione di tutto l'oro posseduto); il fatto che in definitiva solo gli acquisti di oro rendono possibile la continuazione delle esportazioni americane e quindi impediscono un ulteriore aggravamento della già non brillante situazione interna, sono tutti fattori che mantengono il Governo degli S. U. e l'opinione pubblica americana in questa posizione di ingurgitamento silenzioso. Nella migliore delle ipotesi la soluzione del problema americano è legata a due condizioni:

1) che l' Europa sia in grado di fare a meno dei rifornimenti americani e possa produrre ed esportare tanto da avere un saldo attivo negli scambi commerciali con gli S. U.: ciò che è escluso per tutta la durata della guerra e per gli anni immediatamente dopo la guerra. Secondo lo SPRAGUE (15) c'è da aspettarsi invece che le riserve auree salgano ancora, fino a 25 miliardi ed oltre, per rimanere, incompressibili, ad un tale livello: sarà molto, infatti, se i Paesi europei, rimessisi dalla guerra, aiuteranno gli S. U., con l'assorbire la produzione corrente del metallo;

2) che si trovi il modo che questo aumento di importazioni non danneggi le industrie nazionali. Ciò che è possibile solo se l'aumentato ritmo produttivo, l'accresciuto potere d'acquisto interno consentirà una espansione degli acquisti all'estero, senza per ciò con-

---

(14) Cfr. *The Movement of Gold to and from U. S.*, in idem, idem.

(15) Cfr. OLIVER W. SPRAGUE, *The American Gold Problem and World Trade*, in « *Proceedings of the Ac. of Pol. Sc.* », maggio 1940.

trarre la domanda di prodotti americani; cioè è connesso alla risoluzione preliminare del problema della disoccupazione e degli altri problemi interni degli S. U. (16).

Nella migliore delle ipotesi: poichè ciò che costituisce, o dovrebbe costituire, la fonte più grande di apprensioni per gli americani è l'incertezza, ben più grave, del destino stesso dell'oro. Per effetto della guerra, anche le potenze democratiche occidentali « si sono allontanate grandemente dai loro e nostri principî — notano alcuni americani —. Vi ritorneranno quando la guerra sarà finita, o saranno per sempre convertite alla politica bilaterale e preferenziale? » (17). È ovvio che se il sistema degli scambi compensati deve diventare di uso universale ed affermarsi come sistema normale l'utilità dell'oro subirà un grave colpo.

L'afflusso dell'oro, l'enormi riserve accumulate nel Forte Knoc sono fenomeni davvero preoccupanti se si considera l'evoluzione che in questi ultimi anni si è verificata nel sistema economico interno ed internazionale, negli istituti e nelle norme, e che la guerra ha ulteriormente rafforzato. Sono preoccupanti se si considera l'evoluzione che si è nel frattempo verificata anche negli spiriti; non diceva proprio un Ministro francese: « gli americani non si sono ingannati. Essi hanno compreso fin da principio che gli accordi monetari ed economici anglo-francesi costituiscono l'embrione dell'organizzazione futura dell'Europa » (18).

\* \* \*

D) Veniamo così a quella che è pure una caratteristica, e forse la più interessante a rilevare, dell'evoluzione monetaria portata da questa guerra. Essa, a differenza di quella provocata dalla guerra 1914-18, non costituisce una rottura completa con il periodo ante-

---

(16) Cfr. dichiarazioni di RUSSEL C. LEFFINGWELL, al Temporary National Econ. Committee; di WINTROP ALDRICH, all'assemblea della Chase Bank; di RANDOLPH BURGESS, alla Connecticut Banker's Ass.; di MORCENHAU, all'Institute of Government for Democratic Women (del Sottosegretario al Tesoro si veda pure l'ampia risposta al questionario del Senatore WAGNER, maggio 1939), tutte dei primi mesi del corrente anno. Cfr. pure E. A. GOLDENWEISER, *The Gold Problem today*, in « Federal Reserve Bulletin », gennaio 1940.

(17) Cfr. PERCY W. BIDWELL, *The effects of belligerent trade restrictions on American policy*, cit.

(18) Dichiarazioni alla radio di PAUL REYNAUD, cit. in « La Nazione », 20 aprile c. a. Per la diffidenza degli ambienti americani verso gli accordi anglo-francesi si veda il cit. art. del BIDWELL.



cedente, prebellico, un qualcosa di inaspettato e di completamente diverso. I provvedimenti del 1939 non hanno come quelli di allora il carattere di novità, di improvvisazione: essi invece, se mai, continuano e completano quelli da tempo in vigore. L'accentramento dell'oro nell'E. E. A. inglese, per esempio, può esser considerato anche una logica conseguenza della legge con cui sganciando la sterlina dall'oro nel settembre 1931 s'inaugurava la nuova politica monetaria; della legge 1 luglio 1932 con cui si istituiva l'E. E. Account; della legge fondamentale 1 febbraio 1939 sulla circolazione. L'aver ormai lasciato all'oro la sola funzione di saldare gli acquisti oltreoceano, l'aver reso completamente indipendente da esso il volume della circolazione interna rientra nello spirito di tutta la politica monetaria di questi ultimi anni. Così pure la determinazione politica dei cambi. A differenza del 1914-18, la guerra non porta dunque a rompere in breccia i legami col più recente passato; essa anzi sembra affrettare la costruzione da tempo iniziata (19).

---

(19) L'Autore, attualmente chiamato a compiere il suo dovere militare non ha potuto completare il presente studio.

# INDICI





## INDICE ANALITICO

---

### ARGENTO

gli S. U. abbandonano l'argento: la nuova crisi dell'argento (1939), pag. 72-76;

l'argento e gli S. U.: pagg. 72-76.

prezzi dell'argento: pag. 73; pag. 75 nota (31);

prezzi, produzione e movimenti dell'argento, 1931-39 (prospetto): pagina 85;

### CAMBI

andamento dei cambi nei primi otto mesi del 1939 (prospetto): pag. 86;

i cambi a Londra nel 1938 (prospetto): pag. 27;

il livello dei cambi all'inizio delle ostilità (prospetto): pag. 91.

### ORO

l'oro e gli S. U.: pagg. 54-55, 107-09; maldistribuzione dell'oro: pagg. 51, 56, 84, 108;

il mercato londinese dell'oro: pagine 77, 80, nota (36), 82 nota (37);

movimenti dell'oro: importazioni-esportazioni di oro dall'Inghilterra, agosto-dicembre 1938 (prospetto): pag. 27;

movimenti dell'oro: importazioni-esportazioni nette di oro, in Inghilterra e negli S. U., nei primi otto mesi del 1939 (prospetto): pag. 88;

movimenti dell'oro: importazioni-esportazioni di oro in Inghilterra e negli S. U., nei primi otto mesi del 1939, distinte per Paesi con cui si sono svolte (prospetto): pag. 89;

movimenti dell'oro: importazioni di oro negli S. U., gennaio-giugno 1940, distinte per Paesi con cui si sono svolte: pag. 108;

prezzo dell'oro « ufficiale » sul mercato di Londra: pagg. 69, 77, 80 e 83;

prezzo dell'oro della Banca d'Inghilterra: pagg. 31, 33, 35, nota (10);

produzione dell'oro, 1933-38 (prospetto): pag. 57;

produzione dell'oro nei primi sette mesi del 1939 (prospetto): pag. 87;

sterilizzazione dell'oro: pagg. 19, 21 e seg., 23, nota (14), 46, nota (24), 66, nota (17);

tesoreggiamento dell'oro: pagg. 9, 35, nota (10), 66;

valore dell'oro: pag. 34, nota (9).

### POLITICA MONETARIA

accentramento dell'oro nei Fondi di Stabilizzazione: pag. 106;

continuazione della politica di denaro facile: pagg. 106-07;

il controllo dei cambi inglese: pagina 98, nota (6);

controllo dei cambi e accordi di clearings: pag. 102;

controllo dei cambi, clearings e pluralità dei cambi: pagg. 103-04;

estendersi del controllo dei cambi: pag. 98;

creazione di depositi di oro al sicuro all'estero: pagg. 10, nota (4), 65, 69, 107;

dalla tendenza svalutazionistica alla tendenza opposta di migliorare la « ragion di scambio »: pagg. 94, 96, 103-04;

dalla teoria della « parità del potere



d'acquisto » alla teoria del « fightingfund »: pagg. 26;  
manovra del tasso di sconto: pagg. 18, 78, 106-107;  
manovra delle « riserve legali »: pagine 45, 46, nota (24);  
« operazioni sul mercato libero »: pagg. 45, idem., nota (23), 66, nota (17);  
politica dell'argento degli S. U.: pagine 72-76.  
provvedimenti inglesi durante la crisi della sterlina del dicembre 1938 e gennaio 1939: pag. 11 e seg.;  
provvedimenti inglesi immediatamente precedenti e susseguenti l'inizio delle ostilità: pagg. 78-79, 90 e seg.;  
riserve auree o riserve di merci: pag. 97, idem nota (5);  
spostamenti di oro fra la Banca Centrale e il Fondo di Stabilizzazione accoppiati alla manovra del limite legale dell'emissione fiduciaria: pagg. 13-16, 19, 106;

#### RISERVE AUREE

analisi dei cambiamenti delle riserve auree degli S. U., 1934-38 (prospetto): pag. 51;  
l'aumento delle riserve auree degli S. U. dall'inizio del conflitto fino all'agosto 1940: pag. 107, idem nota (13);  
riserve auree dell'Inghilterra, in milioni di *lire*, dal 1931 al 1939 (prospetto): pag. 27;  
riserve auree dell'Inghilterra, in migliaia di *oncie*, dal marzo 1937 al marzo 1939 (prospetto): pag. 64;  
riserve auree delle varie Banche Centrali e dei Governi, 1934-38 (prospetto): pag. 57;  
riserve auree delle varie Banche Centrali e dei Governi all'inizio delle ostilità (prospetto): pag. 92;

#### SISTEMA MONETARIO

accertamento delle riserve auree e controllo dei cambi, pagg. 98-102, 106;  
(Stati Uniti) l'afflusso dell'oro e il problema delle «excess reserves»: pagg. 43 e seg.;

l'afflusso di oro e gli effetti sulla circolazione interna, nell'assenza di intervento da parte del Fondo di Stabilizzazione o dell'Inactive Fund: pag. 49;

« area della sterlina »: natura, effetti, pagg. 6, 43, 55-54, 61, idem nota (5), 64; disintegrazione per effetto della guerra, pagg. 79, 105; adesione della Francia, pag. 105, nota (12).

il controllo dei cambi inglese, pag. 98, nota (6);

(Inghilterra) il Currency and Bank Notes Act, 1939; cause immediate che l'hanno provocato: pag. 5 e seg.; precedenti di esso: pagg. 16, 21; sua importanza fondamentale e analisi del suo contenuto: pagine 30-43; prime esperienze dal funzionamento della nuova Legge: pag. 35, nota (10);

il flusso e deflusso dell'oro e gli effetti sulla circolazione interna nel caso di intervento del Fondo di Stabilizzazione o dell'Inactive Fund: pagg. 19-25, 46 nota (24), 60 nota (3);

gestione del Fondo di Stabilizzazione, pag. 20, 40;

profitti di rivalutazione: pagg. 38-39, 40 nota (16), 50, 51 nota (28);

#### STORIA MONETARIA

caratteristiche del 1938, pagg. 5-13;  
caratteristiche dei primi otto mesi del 1939: pag. 60 e seg.;

caratteristiche della crisi monetaria del settembre '38 e dell'agosto '39, pag. 77 e seg.;

caratteristiche del mercato londinese dell'oro durante la crisi del settembre '38 e del marzo e agosto '39, pag. 77 e seg., (prospetto) 90;

caratteristiche dell'evoluzione monetaria dopo l'inizio delle ostilità, pagg. 93-110.

la crisi della sterlina alla fine del 1938 e all'inizio del '39, pag. 5 e seg.;

la guerra delle monete in Cina, il caos monetario e il crollo del dollaro cinese: pag. 69 e seg.;

gli Stati Uniti abbandonano l'argento: la nuova crisi dell'argento, pagine 72-76;

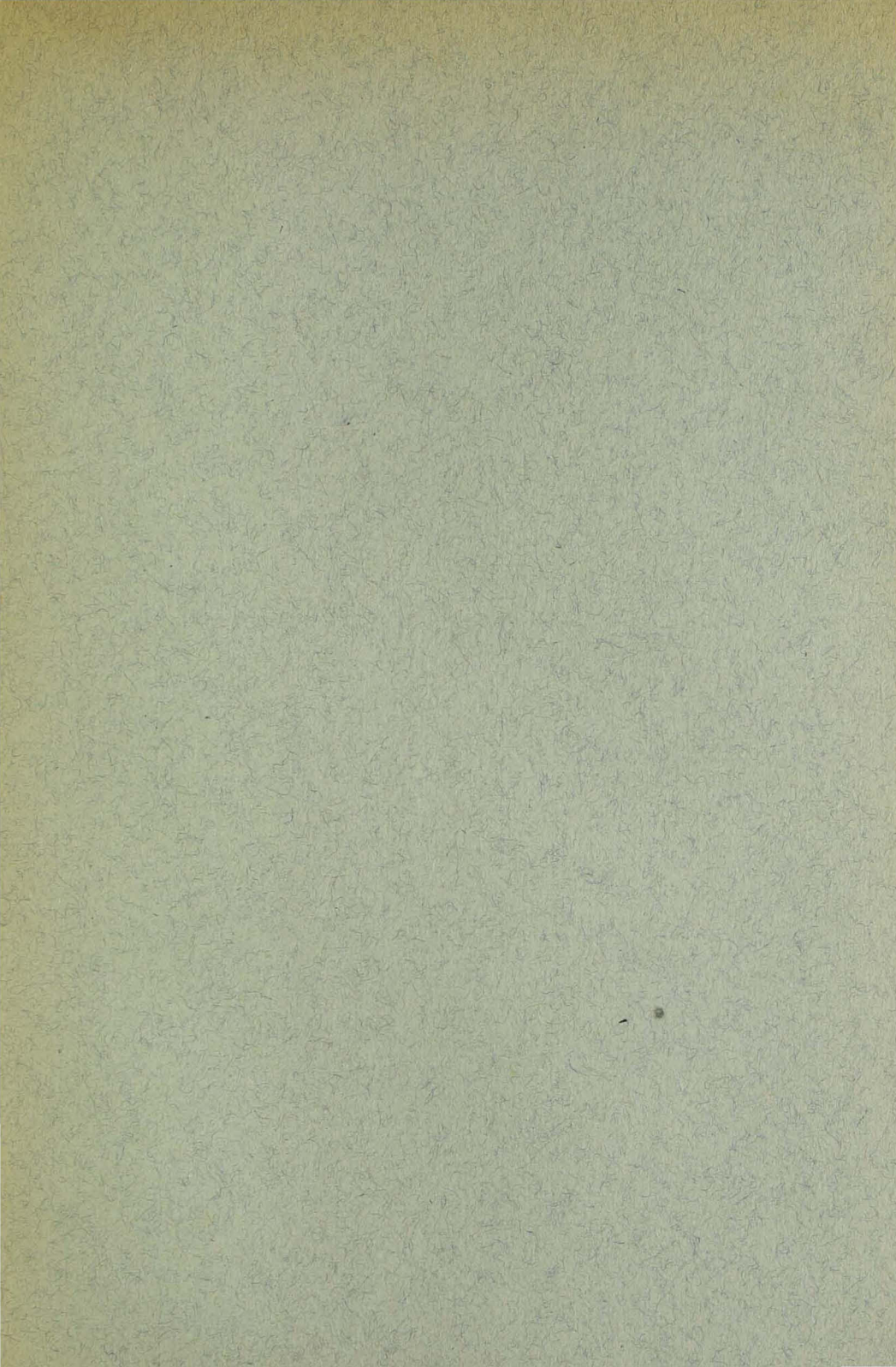
## INDICE

---

La crisi della sterlina . . . . .	Pag.	5
Il problema dell'oro . . . . .	»	29
Avvenimenti monetari nel 1939 sino all'inizio delle ostilità.	»	59
La politica monetaria dal 1919 al 1939 . . . . .	»	93



FINITO DI STAMPARE IN FIRENZE  
IL 25 APRILE 1941-XIX  
PER I TIPI DELLO STAB. TIPO-LITOGRAFICO  
DEL DOTT. CARLO CYA





**Lire 15**  
**Prezzo n**